

Strategie nelle operazioni
di M&A: un'analisi
sull'influenza delle
variabili esogene ed
endogene

Prof. Paolo Boccardelli

RELATORE

Prof. Enzo Peruffo

CORRELATORE

Luca Piane

CANDIDATO

Indice

Introduzione	5
CAPITOLO 1	8
Mergers and acquisitions	8
1.1 Definizione di M&A	8
1.1.1 Fusioni	9
1.1.2 Acquisizioni	11
1.2 I driver che guidano le operazioni di M&A	13
1.2.1 La diversificazione	15
1.2.1.1 <i>Il potere di mercato nella prima e seconda ondata di fusioni</i>	17
1.2.1.2 <i>Il mercato interno dei capitali nella terza e quarta ondata di fusioni</i>	20
1.2.2. Il concetto di sinergia nella quinta e sesta ondata	23
1.2.3 La settima ondata	26
1.3 La creazione di valore nelle M&A	28
1.4 Le condizioni di successo delle M&A	30
CAPITOLO 2	34
Variabili esogene ed endogene nelle M&A	34
2.1 Le teorie sulle ondate di fusioni	34
2.1.1 La teoria neoclassica e la teoria comportamentale	35
2.2 Il ciclo di vita del settore	38
2.2.1 Integrazione post-operazione e ciclo di vita del settore	41
2.2 Il ciclo di vita aziendale	42
CAPITOLO 3	45
Metodologia	45
3.1 Il quadro del settore TLC	46
3.2 Panoramica dell'operazione Vodafone-Mannesmann	48
3.3 Panoramica dell'operazione America Online-Time Warner	49

3.4 Panoramica dell'operazione Wind-Tre.....	50
CAPITOLO 4	51
Analisi dei casi studio	51
4.1 Analisi di un caso di successo: Vodafone-Mannesmann	51
4.1.2 <i>Visione strategica e fit</i>	51
4.1.3 <i>Integrazione post-operazione</i>	53
4.1.4 <i>Fattori esterni</i>	53
4.2 Analisi di un caso di insuccesso: America Online-Time Warner	54
4.2.1 <i>Visione strategica e fit</i>	54
4.2.2 <i>Integrazione post-operazione</i>	56
4.3 Un caso recente: Wind-Tre	57
4.3.1 <i>Visione strategica e fit</i>	57
4.3.2 <i>Integrazione post-operazione</i>	58
4.3.3 <i>Fattori esterni</i>	59
Conclusione	60
Bibliografia	63

Introduzione

In uno scenario sempre più competitivo, il fenomeno delle M&A è cresciuto esponenzialmente di importanza nel corso degli anni. Il panorama economico globale è condizionato da variazioni continue e le aziende, per fronteggiare queste variazioni, devono avere la capacità di adattarsi non solo attraverso le semplici strategie operative, ma anche andando incontro a processi di trasformazione che condizionano la performance. Tra i processi di trasformazione appena accennati troviamo anche le fusioni e le acquisizioni.

Spesso, e soprattutto nella storia recente, le operazioni di fusione e acquisizione sono poste in essere per ottenere vantaggi competitivi dall'ambiente economico nella quale si opera, poiché, alle volte, le spese da sostenere per uno sviluppo interno possono risultare maggiori rispetto alla crescita scaturita dall'esterno dei confini aziendali.

Le operazioni di M&A giocano un ruolo fondamentale per la stabilità del mercato dal momento che esse sono in grado di spostare gli equilibri di un intero settore, a causa degli ingenti spostamenti di denaro che si verificano e grazie anche ai vantaggi competitivi che le *corporates* partecipanti a suddette operazioni possono raggiungere.

I primi casi di fusioni e acquisizioni, secondo gli studi, si sono verificati alla fine del XIX secolo, dopo la depressione del 1883 coinvolgendo imprese manifatturiere e minerarie. Nel corso del tempo, le motivazioni che hanno incentivato tali processi sono cambiate: in un primo momento abbiamo assistito alle mire espansionistiche delle poche società colossali dell'America di fine 1800; se in un primo momento l'ambizione delle grandi imprese ha dato il via a questi processi, con il passare degli anni alcuni eventi globali hanno cominciato ad influire sul contesto macroeconomico il quale, a sua volta, ha incentivato o disincentivato tali operazioni, si veda, a titolo esemplificativo, lo scoppio della Grande Guerra, il crollo della Borsa nel 1929 o, più recentemente, la crisi dei mutui sub-prime del 2008.

Lo scopo della mia ricerca risulta quello di analizzare le variabili e le condizioni di successo, come l'organizzazione pre-fusione, il *fit* tra le società interessate, l'integrazione post-fusione e i fattori esterni, che incentivano le fusioni e le acquisizioni e qual è l'impatto di esse sulle M&A.

Il documento viene redatto al fine di fornire delucidazioni al lettore riguardo argomenti presi sotto esame nel corso degli anni; tale elaborato potrebbe anche risultare utile al management di imprese in procinto di sviluppare una strategia di crescita inorganica, illustrando una panoramica chiara riguardo alle condizioni che devono essere presenti per portare a termine con successo un'operazione di finanza straordinaria.

Nel primo capitolo dell'elaborato verrà introdotto il concetto di M&A, la sua definizione e i vari tipi di operazioni. Restando in questo capitolo, in seguito, l'attenzione si concentrerà, con spiegazioni dettagliate, sui driver e sulle motivazioni che portano, e hanno portato nel corso del secolo precedente, le imprese ad attuare tali operazioni di finanza straordinaria secondo la teoria. Vi sarà il focus sulla revisione della letteratura e di tutti gli studi riguardanti l'argomento, e, inoltre, verranno analizzate le ondate che si sono susseguite dalla fine del 1800 sino ad oggi.

Dopo aver spiegato e illustrato quali sono gli incipit e le varie ondate di fusioni e acquisizioni, saranno enunciate le condizioni di successo di queste operazioni.

In sostanza il primo capitolo sarà strutturato in modo da fornire delle basi al lettore per comprendere al meglio il mondo delle M&A e tutto ciò che gravita intorno ad esso, andando ad illustrare la parte teorica supportata dalla descrizione di scenari concreti verificatisi in passato.

Proseguendo, nel secondo capitolo, porterò la mia attenzione sul cuore della ricerca: la descrizione delle variabili che influiscono sulle operazioni di fusione e acquisizione. Vi sarà un confronto tra la teoria neoclassica sulle M&A e la teoria comportamentale: la prima sostiene che le operazioni di finanza straordinaria aumentano in seguito ad eventi che alterano il sistema economico globale e, di conseguenza, settoriale; la tesi comportamentale, in antitesi, afferma che le ondate di fusioni sono dettate dalla sopravvalutazione delle sinergie durante i picchi di valutazione del mercato e dalle condizioni interne ai confini aziendali.

Si procederà, all'interno del medesimo capitolo, con una declinazione della teoria neoclassica e della teoria comportamentale, descrivendo le variabili che considero esogene ed endogene, le prime riferite alla teoria neoclassica, le seconde derivanti dalla teoria comportamentale, e come esse possono incentivare o contrastare operazioni quali fusioni e acquisizioni.

All'interno del terzo capitolo, intitolato "Metodologia di ricerca", sarà descritta la metodologia della "multiple case analysis", da me utilizzata per trovare risposte alla domanda di ricerca, e all'interno della quale saranno descritte le variabili che andrò ad analizzare.

Il capitolo quarto, ultimo dell'elaborato, conterrà l'analisi di tre casi studio da me scelti per avere una base concreta sulla quale formulare la mia ipotesi.

La conclusione del documento conterrà la risposta da me elaborata in merito alla seguente domanda: i fattori esogeni garantiscono il successo o fallimento delle operazioni di M&A oppure vi è il bisogno di relazionare l'ambiente esterno con i fattori endogeni e le strategie interne attuate dalle società che si impegnano in operazioni di questa portata?

CAPITOLO 1

Mergers and acquisitions

1.1 Definizione di M&A

Per rimanere competitive e per ottenere sempre più vantaggi derivanti da determinate operazioni, un sempre maggior numero di aziende ha posto in essere, e continua nel tempo, a compiere operazioni di fusione e acquisizione. Questa categoria di operazioni rientra nella c.d. *crescita inorganica* (buy), dove le aziende vanno alla ricerca di risorse all'esterno dei propri confini per accrescere le loro capacità competitive, in contrasto con la *crescita organica* dove le corporate investono risorse all'interno dei propri confini per dare il via ad uno sviluppo endogeno.

Le operazioni di fusione e acquisizione sono operazioni di finanza straordinaria che portano alla modifica dell'atto costitutivo e che consentono il cambiamento della proprietà e del controllo di una società; queste operazioni rientrano nel cosiddetto "mercato del controllo societario".

Suddette operazioni sono caratterizzate dalla presenza di due attori principali: l'acquirente, o *bidder*, e il venditore, o impresa target.

I termini fusione e acquisizione, nell'era moderna, vengono impropriamente utilizzati come termini complementari ma risulta esservi una netta differenza tra il primo e il secondo: secondo la definizione di Georgios in una fusione due imprese si uniscono facendo risultare da questa operazione una singola società, al contrario, nelle acquisizioni, una società finanziariamente più stabile e di maggiori dimensioni acquista interamente o una frazione di una società minore; altri autori, quali Durga, Rao e Kumar, definiscono le M&A come operazioni che ristrutturano la società e che modificano l'assetto della proprietà.¹

¹ Malik, M. I., Anuar, M. A., Khan, S., & Khan, F. (2014). Mergers and Acquisitions: A Conceptual Review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 1(1), 520.

1.1.1 Fusioni

La fusione aziendale è una strategia di crescita esterna che porta, a seconda della modalità, all'aumento delle dimensioni della società acquirente o all'estinzione di due entità per la creazione di una terza maggiormente stabile dove il valore totale dell'unione è maggiore della somma delle singole parti, al fine di rafforzare il potere economico e le facoltà competitive dell'organizzazione².

La dottrina distingue 3 principali tipologie di fusioni: le fusioni orizzontali, le fusioni verticali, e le fusioni conglomerali.

Le fusioni orizzontali sono caratterizzate dalla fusione di due o più imprese che operano nello stesso settore. Questa tipologia di operazioni, secondo gli studi, apporta all'impresa risultante vantaggi operativi, derivanti da una riduzione dei costi, e accresce il potere di mercato dato dalla riduzione della concorrenza, dal momento che diminuisce il numero di rivali presenti all'interno dell'ambiente competitivo.

Ulteriori vantaggi risultano apportati dalla condivisione delle risorse utilizzate nei processi di creazione di valore, come, ad esempio, la condivisione di tecnologie che riduce i costi operativi generali e la condivisione di forza lavoro³.

Queste operazioni godono di una maggiore efficacia anche grazie alla correlazione tra le imprese intesa come appartenenza alla stessa industria, poiché i manager hanno una buona conoscenza del settore e delle caratteristiche dell'impresa target.⁴ Questa caratteristica supporta la tesi di Gugler et al. (2003) secondo la quale le operazioni correlate apportano maggiori vantaggi alle *firm* rispetto alle operazioni conglomerali (non correlate), le quali saranno illustrate successivamente nel corso dell'elaborato.

Un esempio di fusione orizzontale è quella che ha coinvolto le case automobilistiche, rispettivamente italiana e statunitense, di Fiat e Chrysler,

² Vella, F., & Bosi, G. (2015). Diritto ed economia delle società. In *Il Mulino eBooks* (pp. 1–434).

³ *Managing acquisitions: creating value through corporate renewal*

⁴ Flanagan, D., & O'Shaughnessy, K. M. (2003). Core-related acquisitions, multiple bidders and tender offer premiums. *Journal of Business Research*, 56(8), 573–585.

società operanti nel settore automotive le quali, convergendo, hanno dato vita alla Fiat Chrysler Automobiles S.p.A.

La peculiarità delle fusioni verticali è certamente il rapporto acquirente-venditore che intercorre tra i soggetti partecipanti all'operazione. La dottrina identifica le fusioni a monte come quelle dove l'azienda target è collocata a un livello inferiore nella *supply chain* rispetto all'azienda principale, mentre le fusioni a valle sono operazioni dove l'impresa target è acquirente del prodotto venduto dalla controparte.

Considerando quanto dichiarato da Meadol et al. (1996) questi tipi di fusioni sono meno frequenti delle orizzontali, in quanto risulta maggiormente difficoltosa la verticalità per via della ridotta dimensione del numero di imprese adatte.

Appare ovvio il vantaggio in termini di approvvigionamento delle materie prime necessarie allo sviluppo del prodotto, il che porta ad un aumento dell'efficienza con una conseguente massimizzazione della redditività.

Si pensa, inoltre, che le fusioni verticali abbiano la massima efficacia in situazioni di mercato di concorrenza imperfetta, ossia gli scenari che sono intermedi tra la concorrenza perfetta, caratterizzata, in teoria, dall'assenza di rivalità tra le imprese, -e un monopolio, nel quale una sola impresa prevarica sulle altre.⁵

Tuttavia, le fusioni verticali risultano maggiormente svantaggiose per l'impresa target perché tale dinamica non porta alla creazione di vantaggi differenziali, quei vantaggi che portano i prodotti di un'azienda ad essere considerati unici e superiori, lasciando inalterati i costi per quest'ultima.⁶

In sostanza, questo tipo di combinazione è meno frequente per via della difficoltà nel sincronizzare le attività delle partecipanti e perciò la fase di integrazione può risultare più complessa rispetto alle fusioni orizzontali.

⁵ Kedia, S., Ravid, S. A., & Pons, V. (2011). When do vertical mergers create value? *Financial Management*, 40(4), 845–877.

⁶ Bhuyan, S. (2002). Impact of vertical mergers on industry profitability: An empirical evaluation. *Review of Industrial Organization*, 20(1), 61–79.

L'ultima tipologia di fusioni è quella delle fusioni conglomerali. In questo tipo di operazioni, le imprese operano in mercati geografici differenti o, generalmente, offrono ai consumatori beni e servizi non sostituiti, o comunque differenti.

Il successo delle conglomerali non è ovvio come potrebbe essere per le correlate: questa tipologia, infatti, riporta maggiori problemi di integrazione in quanto le aziende, appartenendo a settori diversi, richiedono maggiori sforzi e tempo per combinarsi ottimamente e, se venisse meno la buona qualità della fusione, non si potrebbe realizzare al meglio il potenziale di sinergia.⁷

Non è un caso che, qualora dovessero avere successo, le fusioni tra aziende non correlate possono portare, secondo Tremblay & Tremblay (2012), a un maggiore potenziale di sinergia rispetto alle tipologie illustrate precedentemente, data l'espansione in diversi mercati con la conseguente crescita della redditività.

1.1.2 Acquisizioni

Le acquisizioni si differenziano dalle fusioni in quanto le società che partecipano a tali operazioni rimangono due entità distinte che mantengono la loro individualità. Secondo la dottrina giuridica, si può parlare di acquisizioni anche quando l'acquirente non entri in possesso della maggioranza del capitale.

Per l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM), comunemente nota ai più come Antitrust, rientrano nella categoria di acquisizioni tutte quelle dinamiche che consentono ad una o più imprese di influenzare drasticamente lo svolgimento dell'attività d'impresa della società target. In questo senso, il controllo dell'impresa può essere esclusivo o congiunto: nel primo caso una sola società ha il potere di incidere sulle attività del target; nel secondo, in contrasto, sono presenti più società che detengono le quote partecipative della società acquisita e in concomitanza operano nel suddetto senso.

Ancora, si annovera un altro tipo di controllo di società: diretto e indiretto.

Nel controllo diretto gli acquirenti posseggono direttamente, appunto, quote partecipative della società obiettivo; nel controllo indiretto, una società capogruppo, detta *holding*, controlla verticalmente una società, la quale controlla la società obiettivo.

⁷ Rozen-Bakher, Z. (2017). Comparison of merger and acquisition (M&A) success in horizontal, vertical and conglomerate M&As: industry sector vs. services sector. *Service Industries Journal*, 38(7-8), 492-518.

Le tipologie di acquisizione che variano a seconda del settore di appartenenza delle società coinvolte sono 3 e hanno le medesime caratteristiche dei casi di fusione precedentemente citati, quindi acquisizioni verticali, orizzontali e conglomerati.

Lo strumento maggiormente utilizzato per l'acquisto di una società è quello dell'acquisto di azioni, il quale, in caso la società target sia quotata sul mercato borsistico, vi deve essere un'OPA (*Offerta Pubblica di Acquisto*).

Le acquisizioni possono essere totalitarie, se la società buyer acquista il 100% delle azioni della società target, o parziali, in casi di acquisto di una quantità minore del 100% delle azioni. Nella seconda casistica, si riscontrano tre differenti tipi di acquisizioni parziali, le quali fanno variare l'influenza e il controllo della società acquirente sulla società obiettivo, e ovviamente anche la partecipazione agli utili, proporzionata alle azioni possedute:

- Partecipazioni minoritarie: in questo caso, le azioni possedute dal buyer sono inferiori al 20%, il che implica una scarsa influenza e nessun controllo sulle decisioni strategiche;
- Acquisizioni di minoranza: in questa seconda tipologia, la quantità di azioni possedute è compresa, in linea generale, tra il 20% e il 50%, e ciò consente una maggiore influenza sulle decisioni ma ancora uno scarso controllo a livello strategico-operativo;
- Acquisizioni di maggioranza: in quest'ultima fattispecie, la partecipazione azionaria è superiore al 50%, e la società acquirente ottiene un controllo quasi esclusivo delle scelte strategiche dell'azienda acquisita.

Alcune società, a seconda delle scelte strategiche pianificate potrebbero preferire le acquisizioni parziali alle totalitarie per molteplici motivi come, ad esempio, il desiderio di mantenere contenuta l'esposizione al rischio, delimitandone il perimetro proprio per il fatto di non avere una partecipazione totalitaria, la disponibilità limitata di risorse finanziarie da poter impiegare per l'acquisto di un numero superiore di azioni, o, ancora, per uno scopo "esplorativo" prima di impegnarsi in un'operazione di acquisizione totalitaria.

In aggiunta, le acquisizioni si possono articolare in *asset deal* e *share deal*:

- L'*asset deal* è l'acquisto di uno o più rami della società, al fine, spesso, di circoscrivere così la quantità di rischio entro un certo perimetro e limitando le attività e le passività alle quali la società acquirente sarà soggetta;

- Le share deal è, differentemente dalla prima, l'acquisto di azioni della società target, rendendo partecipe l'azienda acquirente delle attività e delle passività nella loro totalità, senza limitazioni a determinati rami societari.

Infine, per concludere l'argomentazione sulle acquisizioni, vi è anche la distinzione tra acquisizioni amichevoli e ostili, in base alla volontà del management dell'azienda target di sottoporsi o meno ad un processo di acquisizione: se il management è favorevole allora si ricadrà nella categoria delle acquisizioni amichevoli, se il management è contrario vi sarà un'acquisizione ostile e, in questo caso, vi sarà un'alta probabilità della nascita di problemi in seguito alla chiusura dell'operazione.

Per ciò che riguarda invece lo scope e i driver di queste operazioni e delle operazioni di fusione, si può fare riferimento al successivo paragrafo 1.2.

1.2 I driver che guidano le operazioni di M&A

Prima di passare in rassegna i driver che guidano queste tipologie di operazioni straordinarie, vi è il bisogno di dare una cornice a quanto sarà descritto in seguito e a quanto è stato espresso in precedenza.

La crescita aziendale tramite fusioni e acquisizioni è un fenomeno che origina più di un secolo fa nei mercati statunitensi e inglesi, e che sbarcherà poi in Europa successivamente la fine della Seconda guerra mondiale.

In Italia, però, questo fenomeno giungerà tardivamente rispetto al resto del continente europeo per via della presenza di grandi imprese familiari e la partecipazione dello Stato nella maggioranza dei settori esistenti, presenza che tendeva a creare monopoli e a non lasciare spazio alla concorrenza, dinamica che non favoriva lo sviluppo della finanza strategica in Italia.⁸

Gli studiosi hanno riscontrato che le fusioni e le acquisizioni sono state maggiormente praticate nei paesi quali America e Inghilterra per via delle differenze dei modelli capitalistici adottati nei paesi anglosassoni e in quelli dell'Europa continentale. I primi adottano un modello basato sulla grande dispersione azionaria, il che rende più agevoli determinate operazioni anche se i manager si oppongono ad esse; nei paesi europei, invece, il modello adottato si

⁸Napolitano, M. R., (2003). *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese.*

basa una maggiore concentrazione azionaria in mano a pochi azionisti di maggioranza, spesso membri appartenenti alla stessa famiglia, che frena l'utilizzo di queste tecniche di sviluppo.⁹

Gli economisti hanno identificato sei grandi ondate di fusioni nel corso della storia, periodi che verranno descritti successivamente all'interno di questo lavoro.

Di seguito inserisco una rappresentazione grafica delle ondate di fusioni che si sono verificate nel corso della storia; nella tabella si può notare come queste ondate terminino in periodi di recessione economica o in anni in cui vi sono stati cambiamenti economici dati da cause come guerre o, ad esempio, la caduta dell'Unione Sovietica nel 1991.

Si può anche notare come il numero di operazioni cresce nel tempo e come l'intervallo tra un'ondata e l'altra si accorci con l'avvicinarsi ai nostri tempi, questa caratteristica è data non solo da uno sviluppo tecnologico esponenziale ma anche dalla crescita esponenziale della velocità di comunicazione delle informazioni, che influenza quasi immediatamente l'andamento dei mercati e delle economie.

Figura 1. Le ondate di fusioni nella storia.



Fonte: Cho, S., & Chung, C. Y., *Review of the literature on merger waves*.

(2022)

⁹ Gugler, K., Mueller, D. C., & Weichselbaumer, M. (2012). The determinants of merger waves: An international perspective. *International Journal of Industrial Organization*, 30(1), 1–15.

Secondo i teorici, le operazioni di *mergers and acquisitions* sono operazioni gettonate per la crescita di un'azienda in fase di espansione. Secondo Epstein (2005)¹⁰, le aziende che mirano ad avere successo in un'operazione di fusione o acquisizione devono tenere conto, in maniera quasi ossessiva, della visione strategica: le aziende, in sostanza, devono concentrarsi principalmente sui vantaggi competitivi che si possono ottenere dall'operazione in un'ottica di lungo periodo. Che sia per raggiungere vantaggi di scala, espandersi geograficamente o ampliare il *know-how*, le aziende che si immergono in tali operazioni devono prestare la massima attenzione a non focalizzare tutti i loro sforzi sulla riduzione dei costi e sui vantaggi che possono raggiungere in una visione di breve termine.

Altro aspetto sulla quale Epstein pone il focus è quello del *fit*: con questo termine lo studioso fa riferimento al fatto che le società partecipanti all'operazione dovrebbero potersi combinare alla perfezione per raggiungere la visione strategica accennata in precedenza; infatti, dovrebbero risultare compatibili anche fattori come la cultura, i sistemi e i processi.

Ivi, inoltre, bisogna sottolineare il fatto che molti studiosi, sostenuti da ricerche empiriche, hanno notato nel tempo che le dimensioni delle società coinvolte influiscono enormemente sul successo delle suddette operazioni, invero, le aziende più sviluppate che hanno come target imprese minori e meno complesse riscontrano risultati migliori rispetto alle operazioni dove l'impresa target risulta considerevolmente sviluppata, poiché le aziende meno sviluppate saranno più facili da integrare nelle imprese maggiori per via della più semplice malleabilità della cultura e dei processi.

A detta di ciò, ritengo che le operazioni di M&A dovrebbero incentrare la loro visione a lungo termine su obiettivi di carattere strategico, primo tra i quali la diversificazione.

1.2.1 La diversificazione

Per diversificazione si intende, in economia, dell'ampliamento della gamma di prodotti o servizi offerti da una data impresa i quali alle volte si distaccano dal

¹⁰ Epstein, M. J. (2005a). The determinants and evaluation of merger success. *Business Horizons*, 48(1), 37–46.

core business della società, e spesso comprende anche l'ingresso in settori diversi da quello originario.

La diversificazione delle risorse possedute da un'azienda, compresa la tecnologia e i processi, per gli studiosi come Miller, risulta di fondamentale importanza per il raggiungimento di un vantaggio competitivo e per la crescita organizzativa. In seguito a ciò, le aziende spesso pongono in essere operazioni di fusioni e acquisizioni a causa della difficoltà di raggiungere suddetti vantaggi all'interno dei loro confini societari.

La dottrina pone a contrasto la diversificazione *correlata* con la diversificazione *conglomerale*. La tipologia della diversificazione *correlata* comprende tutte quelle azioni che portano le imprese ad espandersi in aree di mercato vicine o simili al *core business*, sia dal punto di vista delle risorse utilizzate sia dal punto di vista che riguarda il mercato di sbocco. Questo tipo di diversificazione, secondo gli studiosi, ha una probabilità di successo maggiore per via della "parentela" tra le partecipanti, la quale porta a maggiori sinergie generate più agevolmente per i concetti espressi nel paragrafo precedente. Un esempio pratico di questa tipologia risulta essere quello di Walt Disney Co. e Pixar, caso in cui la prima, nel 2007, acquisisce la seconda per 7,4 miliardi di dollari. L'operazione fu un successo per entrambe, dal momento che permise alla Disney di confermarsi leader per quanto riguarda l'intrattenimento videoludico e alla Pixar di migliorare i suoi processi di produzione e crescere velocemente, arrivando a rilasciare due film ogni anno.

La diversificazione *conglomerata* si distingue per via dello scostamento dal *core business* dell'impresa che la applica: in questo caso le aziende si spostano verso altri settori sia per motivi legati all'attività finanziaria, come appunto la diversificazione del rischio del portafoglio, sia per motivi strategici, in quanto la corporate potrà espandersi verso altri settori di mercato e ottenere profitti da settori distanti da quello originario.¹¹

Secondo gli studi condotti da economisti quali Meggison et al. (2004), la riduzione della correlazione porta ad una perdita del 18% della ricchezza degli azionisti, con una conseguente perdita di valore del 9%, il tutto sommato ad un

¹¹ Fontana, F., & Boccardelli, P. (2015). *Corporate strategy. Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita.*

calo del cash flow operativo¹² in seguito all'acquisizione. Risulta di facile intuizione, quindi, il vantaggio che si può ottenere da operazioni che coinvolgono soggetti correlati tra loro.

Le ragioni per diversificare sono molteplici e comprendono sia l'ambiente esterno all'impresa che interno: l'aumento del *potere di mercato* e l'*internal capital market*.

1.2.1.1 Il potere di mercato nella prima e seconda ondata di fusioni

Per ciò che concerne il potere di mercato, esso si riferisce alla capacità dell'impresa di influenzare i prezzi dei prodotti venduti da essa all'interno di un dato mercato. Gli studiosi evidenziano una relazione tra il potere di mercato e la diversificazione di un'impresa, dal momento l'impresa in questione potrebbe applicare meccanismi atti ad accentrare su di essa la propria forza di mercato, applicando ad esempio prezzi predatori finanziando il business specifico grazie ai profitti ottenuti da settori di mercato diversi. La condotta dei prezzi predatori consiste nell'applicazione di prezzi più bassi rispetto al costo marginale¹³ di un dato prodotto o servizio, utilizzata per impedire l'entrata in un mercato di nuovi competitor o per rafforzare la propria quota di mercato. I consumatori, in parole povere, saranno attirati dai prodotti sostituiti con i prezzi minori, favorendo i profitti dell'azienda diversificata e innalzando la sua quota di mercato.

Per calcolare il potere di mercato in caso di operazioni di fusione e acquisizione, l'Antitrust utilizza l'indice Herfindahl-Hirschman (HH), il quale tiene in considerazione le quote di mercato di N imprese per calcolare il relativo potere di mercato. La formula empirica è la seguente:

$$HHI = \sum_{i=1}^N s_i^2$$

¹² Per cash flow operativo (FCFO= free cash flow from operations) si intende il flusso di liquidità legato al core business, ossia le attività di produzione e vendita.

¹³ Per costo marginale si intende la variazione sui costi totali con la produzione di una unità di bene in aggiunta.

Nell'equazione di cui sopra, il valore s_i corrisponde alla quota di mercato di ogni singola impresa, calcolata come la quantità di prodotto venduto da una data impresa e la quantità totale venduta all'interno del mercato di riferimento.

Il risultato che scaturisce dall'indice HHI è un valore compreso tra 0 e 1: più il valore si avvicina allo 0 e minore sarà la concentrazione all'interno del mercato preso in esame. Al contrario, più il valore si avvicina all'1 e più il mercato risulterà concentrato e apparirà più agevole identificare chi detiene il maggiore potere, riferendosi alle quote di mercato possedute.

Tale strategia, tuttavia non appare esente da rischi: risulta logico come una società possa perdere forza nel settore originario, concentrando i propri sforzi su un settore non del tutto alla portata delle capacità dell'organizzazione.

Ritroviamo questi concetti, insieme ad altri fattori macroeconomici, sullo sfondo di quelle che sono considerate dagli economisti la prima e la seconda ondata di fusioni.

L'accrescimento del potere di mercato può essere perseguito anche tramite operazioni di M&A orizzontali o correlate, come sarà esposto nel prosieguo del lavoro.

La prima ondata di fusioni ha avuto la sua fase embrionale agli inizi degli anni '50 del 1800. Nonostante la grande depressione cominciata nel 1873, il mondo assistette ad una serie di cambiamenti socio-economici che ne influenzarono la storia a

venire. Questo periodo è caratterizzato per lo più dallo sviluppo dei nuovi settori quali il chimico, l'elettrico, l'industria del petrolio e dei trasporti. Vennero sviluppate una grande quantità di innovazioni quali i farmaci per la tubercolosi, ad esempio, le linee ferroviarie che erano già nate ma la loro installazione aumentò di circa il 90% dal 1870, inoltre giunse nelle case anche la corrente elettrica, il quale utilizzo principiò proprio in quegli anni. Questa ondata è contraddistinta da una grande quantità di fusioni orizzontali, circa il 78% delle fusioni di questo periodo, e fece nascere colossi che hanno influenzato l'economia dell'epoca, come ad esempio la Standard Oil e l'American Tobacco.

Nelson (1953) evidenzia che cessarono di esistere circa 3000 imprese negli anni della prima ondata a causa delle varie operazioni di fusioni e acquisizioni; il 75% di quest'ultime venne coinvolto in operazioni che interessavano dalle 5 fino alle 10 imprese, il restante 25% venne coinvolto in macro operazioni che

comprendevano anche più di 10 imprese.¹⁴ Questa era fa sì che nascano anche i primi monopoli, data la presenza quasi limitata delle autorità antitrust e la poca tutela della concorrenza, d'altronde, questa ondata è denominata anche *merger for monopoly*.

Nella tabella di seguito viene mostrato il numero di operazioni durante il boom economico verificatosi a cavallo tra il XIX e il XX secolo.

Figura 2. Fusioni nell'economia americana tra il 1897 e il 1904

Anno	N° di fusioni
1897	69
1898	303
1899	1208
1900	340
1901	423
1902	379
1903	142
1904	79

Fonte: Nelson, L., *Merger movements in american industry* (1959)

Il secondo ciclo, denominato *merger for oligopoly*, ha inizio intorno al 1922 e termina con l'avvento della Grande depressione del '29. Le autorità antitrust, durante questi anni assunsero un ruolo più marcato per tutela della concorrenza e dei mercati grazie all'entrata in vigore del Clayton Act, il quale impose, appunto, vincoli più stringenti ai processi di concentrazione tramite fusioni e acquisizioni e si interpose alla creazione di monopoli. La tipologia di operazioni, con particolare riferimento alle operazioni di concentrazione orizzontale, seguirono il modello della prima ondata, spinte dal boom economico del dopoguerra che favorì gli Stati Uniti e che portò alla creazione dei grandi gruppi, quali IBM e General Motors. In sostanza questa ondata portò al consolidamento delle operazioni che hanno caratterizzato il ciclo precedente.

Le operazioni di M&A durante queste due ondate, però, non furono favorite solo dalle mire espansionistiche dei grandi imprenditori, ma anche dalle banche che si offrivano da promotori per queste dinamiche, in quanto esse offrivano supporto alle imprese coinvolte in cambio di cospicue commissioni. Molti però

¹⁴ Napolitano, M. R., (2003). *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*.

accusavano le banche di sopravvalutare gli aspetti positivi di tali operazioni al fine di ottenere sempre maggiori introiti.

1.2.1.2 Il mercato interno dei capitali nella terza e quarta ondata di fusioni

Il mercato interno dei capitali è ulteriore ragione per il processo di diversificazione da parte di una società.

La creazione di un mercato interno dei capitali è quella situazione dove l'impresa riesce a creare, in maniera endogena, uno scambio di risorse, soprattutto finanziarie, all'interno dei propri confini. Banalmente, per esemplificare, si può prendere il caso di un'impresa A, nel pieno di una strategia di diversificazione, la quale finanzia un business con i profitti derivanti da un altro.

Per comprendere ancora meglio il concetto sovraesposto, si tratta di distribuire le finanze su una pluralità di attività distinte, in modo da diversificare il rischio e la gravità di una possibile riduzione di profitti, facendo in modo che ogni attività sia "assicurata" dalle attività restanti (Koumou, 2020)¹⁵. Ciononostante, affinché le attività siano reciprocamente assicurate e il rischio sia adeguatamente mitigato, vi è il bisogno che le attività siano il meno correlate possibile; perciò, l'autore evidenzia una proporzionalità diretta tra il rischio del portafoglio e il grado di correlazione dei business presi in esame.

La letteratura, però, ha mosso da sempre alcune critiche riguardo l'*internal capital market*. La critica principale, la quale pone in accordo la stragrande maggioranza degli studiosi, è l'*agency theory*: questa teoria sostiene che all'interno delle aziende, da quelle di minori dimensioni a quelle maggiori, gli interessi sono divergenti e cambiano a seconda dei soggetti coinvolti, che siano essi azionisti, manager o dipendenti comuni. Shleifer e Vishny (1979), sottolineano che, in una società, i manager di divisioni più sviluppate sono in grado di ottenere finanziamenti maggiori per le loro sezioni rispetto a quelli che gestiscono divisioni minori, tutto dato dal fatto che i nuovi manager non sono radicati e avranno meno influenza sulle risorse disponibili all'interno del cerchio aziendale e quindi potrebbe distorcere i segnali informativi per trarne un vantaggio personale e far sì che la sua divisione ottenga rendimenti maggiori

¹⁵ Koumou, G. B. (2020). Diversification and portfolio theory: a review. *Financial Markets and Portfolio Management*, 34(3), 267–312.

rispetto alle altre. A quanto sembra, questa asimmetria informativa sembra essere enormemente diffusa all'interno delle imprese, e questo atteggiamento egoistico da parte dei manager porta le imprese a non sviluppare l'attività in toto, ma a limitare la propria performance a poche divisioni.

Le illustrazioni fatte in precedenza in questa sezione del documento pongono le basi per quello che caratterizzerà la terza e quarta ondata di fusioni che vado a descrivere di seguito.

La terza ondata è quella delle operazioni conglomerate. Negli anni che vanno dal 1963 al 1974 la teoria della diversificazione del business per garantire maggiori introiti con un minor rischio prese sempre più piede e le aziende decisero di seguire queste illazioni. Questo è il periodo dove si registra il maggior numero di operazioni negli U.S.A, non solo per le nuove teorie che stavano prendendo piede, ma anche per misure delle autorità antitrust che si facevano sempre più stringenti e che spinsero le *companies* a spostarsi verso altri settori. Oltre alle limitazioni imposte dalle agenzie addette alla tutela della concorrenza, l'innescò di questa ondata fu dato anche dalla forte crescita dei mercati azionari, in particolare la Borsa di Wall Street, dagli elevati tassi di interesse che incentivavano le banche a promuovere operazioni straordinarie, e dal c.d. *PE game*¹⁶. Quest'ultima tecnica consiste nello "scambio" di azioni tra aziende, dove l'azienda A, per esempio, di maggiori dimensioni e con un prezzo unitario per azione superiore, offre all'azienda B, di minori dimensioni e con prezzi per azioni minori, un determinato quantitativo di azioni in cambio di quelle dell'azienda minore, acquisendo così la controparte. La terza ondata diede il via alla nascita delle grandi imprese conglomerate, differenziandosi dalle grandi ondate mosse dalle mire espansionistiche e monopolistiche dei singoli imprenditori. Anche la terza ondata, così come le prime due, terminò con la crollo del mercato borsistico, questo risulta già essere un fattore da tenere sotto stretta considerazione per quello che sarà enunciato successivamente per quanto riguarda le teorie sulle ondate di fusioni.

¹⁶ Il PE (acronimo di Price/Earnings) rappresenta il tempo necessario per recuperare l'acquisto di un'azione da parte di un investitore. L'indice è dato dalla formula che consiste nel rapportare il prezzo unitario di un'azione al guadagno totale dell'azienda e dividere il tutto per il numero totale delle azioni.

La tabella seguente mostra il numero di imprese operanti in diversi settori nel mercato americano negli anni che vanno dal 1949 al 1969.

Figura 3. Diversificazione delle aziende americane tra il 1949 e il 1969

Imprese operanti in	1949	1959	1969
Un unico settore	34,5	16,2	6,2
Un settore dominante	35,5	37,3	29,2
Più settori correlati	26,7	40,0	45,2
Più settori non correlati	3,3	6,5	19,4
	100	100	100

Fonte: Rumelt, R.P., *Strategy, Structure and Economic Performance*.

La tabella di cui sopra dimostra come si sposta l'attenzione delle imprese verso settori non correlati al proprio core business.

La quarta ondata ha inizio nel 1985 e protraendosi sino alla caduta dell'Unione Sovietica nel 1991. Questo ciclo è caratterizzato dalla grande dimensione delle imprese acquirenti e target coinvolte nelle operazioni, fatto che concesse l'appellativo di *megamergers* a queste operazioni, inoltre bisogna anche evidenziare che un gran numero di fusioni e acquisizioni fu di carattere ostile (Cognata, 1987).

Ciò che favorì la quarta ondata di fusioni fu la sottovalutazione dei titoli, il nuovo ruolo assunto dalle banche, che in questo caso non si comportavano più solo da finanziatrici, le quali assumevano un ruolo più attivo, identificando le aziende target e offrendole alle altre aziende, curando tutti gli aspetti sia legali, che finanziari, che strategici, e lo sviluppo di nuove tecniche strategiche che interessavano le aziende, come ad esempio le matrici di portafoglio e, in particolare, la Matrice Boston Consulting Group, la quale ho già precedentemente illustrato all'inizio di questa parte.

1.2.2. Il concetto di sinergia nella quinta e sesta ondata

Le ultime due ondate di fusioni avvenute nel corso della storia si differenziano dalle precedenti per via della ricerca degli effetti sinergici che influenzano le strategie e la performance delle imprese coinvolte in fusioni e acquisizioni e per la caratteristica transfrontaliera di dette dinamiche.

Il motivo principale per il quale le aziende partecipano ad operazioni di finanza straordinaria è, senza dubbio, la creazione di valore dovuta ad effetti sinergici.

Per Ansoff (1965) il concetto di sinergia identifica una situazione in cui il valore di più società fuse è maggiore della somma del valore delle società prese singolarmente, e risulta celebre in ambito accademico la formula “ $2+2=5$ ”, utilizzata per semplificare concettualmente il termine sinergia.

La formula utilizzata per il calcolo delle sinergie è $V(AB) > V(A) + V(B)$, all'interno della quale $V(A)$ è il valore dell'impresa A, $V(B)$ il valore dell'impresa B, e infine $V(AB)$ il valore delle due aziende unite.

L'economista Michael Porter (1987) identifica 3 tipi di sinergie, anche dette interrelazioni, le quali possono essere applicate sia alle singole business unit delle aziende che tra più aziende: interrelazioni tangibili, interrelazioni intangibili e interrelazioni competitive.

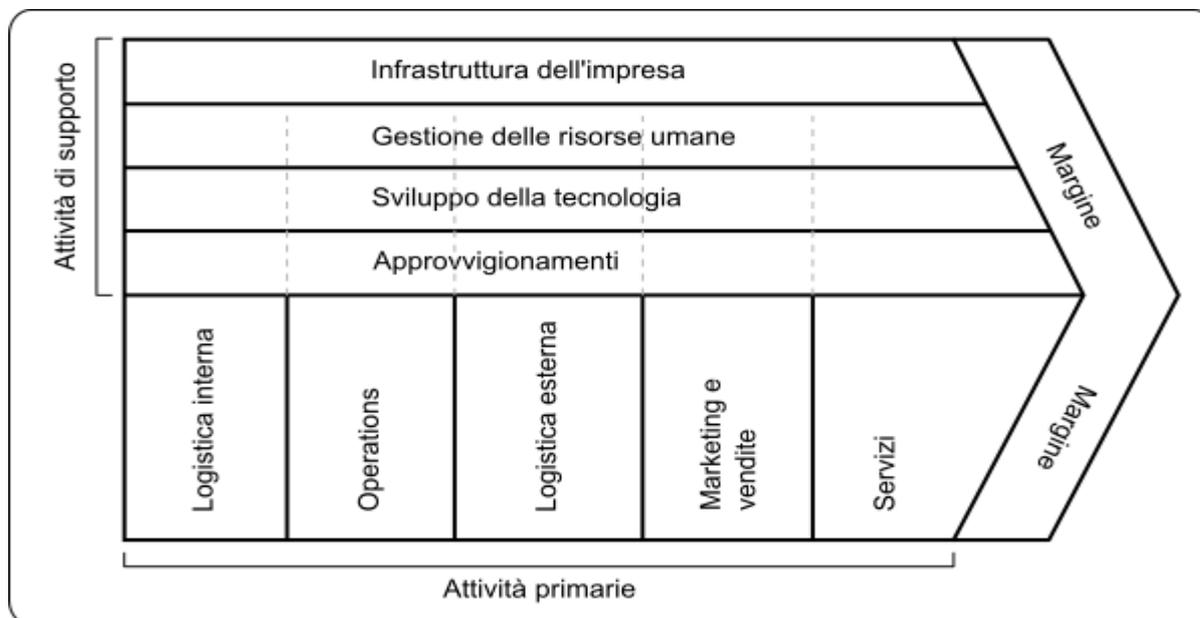
Le interrelazioni tangibili consistono nella condivisione di attività comuni nelle catene del valore simili tra loro. Questo processo opera se vi è una condivisione di clienti, di sistemi di produzione, sistemi di approvvigionamento o anche tecnologie di processo, a patto che questa condivisione riesca a ripartire i costi fissi tra le varie unità, i quali si devono sostenere per poter continuare ad operare sul mercato. Appare di logica intuizione il fatto che tali condivisioni risultano vantaggiose se non viene superato il costo stesso della condivisione e se i vantaggi ottenuti da tale processo risultano di difficile imitazione. L'obiettivo da raggiungere, in sostanza, sono le economie di scala e di scopo.¹⁷

Alla base dell'analisi delle sinergie tangibili vi è la catena del valore, ideata da Porter nel 1985. Il modello illustra in maniera dettagliata le attività strategicamente più importanti della compagine aziendale, al fine di avere una

¹⁷ Zirger, B. (1997). The influence of development experience and product innovativeness on product outcome. *Technology Analysis & Strategic Management*, 9(3), 287–297.

visione più chiara dei costi ripartiti nelle varie attività e come agire per giungere alla loro riduzione.

Figura 4. Catena del valore di Porter (1985)



Le interrelazioni intangibili sono, invece, quelle condivisioni di conoscenza e know-how utili alla realizzazione del prodotto o servizio in questione. La trasmissione del know-how può avvenire sia direttamente, tramite la pratica, che indirettamente. La condivisione di risorse intangibili ha un effetto positivo se il costo per la sua realizzazione non supera l'effettivo profitto ottenuto. Un esempio di tale sinergia può essere la condivisione di conoscenza nella creazione di una componente di un qualsiasi prodotto o di una caratteristica particolare di esso. L'errore nella quale ci si può imbattere però, sostiene Porter, è che alcune conoscenze possono essere sopravvalutate in importanza quando in realtà non risultano fondamentali o non apportano i vantaggi auspicati.

Infine, l'economista osserva una terza sinergia, riguardante esclusivamente l'ambiente competitivo che la circonda, ossia le interrelazioni con i concorrenti.

Quest'ultimo tipo sopraggiunge quando una qualsiasi azienda entra in competizione con una concorrente e ha come scopo quello di far funzionare al meglio tutte le interrelazioni precedentemente descritte, quindi sia tangibili che non, per prevalere sul mercato. Sempre in tema di sinergie, i teorici sostengono che risulta essere cruciale la correlazione tra le imprese che si impegnano in

operazioni di M&A affinché queste si integrino alla perfezione e realizzino le sinergie prospettate.¹⁸

Le sinergie totali, comunque, si possono scomporre in due componenti: *sinergie operative* e *sinergie finanziarie*.

Le sinergie operative riguardano le variazioni dei flussi di cassa in seguito ad operazioni ordinarie, come ad esempio la vendita di un prodotto o comunque tutto ciò che riguarda l'attività operativa dell'impresa risultante dall'operazione. Questa tipologia può essere scomposta a sua volta in due sottocategorie: l'innalzamento dei profitti operativi e la riduzione dei costi.

Le sinergie di tipo finanziario si realizzano quando una società ottiene risparmi fiscali le società ottengono risparmi fiscali grazie ad una fusione o acquisizione.

In questo caso il profitto ottenuto è meno evidente ma nel lungo periodo porterà ad un vantaggio non poco significativo in termini di risparmio finanziario.

La prima categoria, quella di tipo operativo, si realizza per lo più in operazioni mirate, e il vantaggio è dato non tanto dall'aumento dei profitti ma dalla riduzione dei costi per gli investimenti, infatti, ad esempio, le imprese riescono ad evitare investimenti duplicati.

La tipologia finanziaria, sostengono Devos et al. (2008), viene maggiormente riscontrata nelle fusioni diversificate, grazie all'utilizzo degli scudi fiscali e all'aumento della leva finanziaria.¹⁹

Tuttavia, vi possono essere diversi problemi che possono portare alla mancata realizzazione delle sinergie sperate, come ad esempio l'erronea valutazione di sinergie potenziali, le c.d. *sinergie illusorie*, o la difficoltà di allineare le culture aziendali. Nonostante possa sembrare di poco conto in operazioni di una portata economica enorme come le M&A, il tema della cultura aziendale spesso influenza l'andamento della risultante dall'operazione, poiché la cultura incide anche sulla performance dell'impresa.

¹⁸ Signori, A., & Vismara, S. (2018). M&A synergies and trends in IPOs. *Technological Forecasting and Social Change*, 127, 141–153.

¹⁹ Devos, E., Kadapakkam, P. R., & Krishnamurthy, S. (2008). How do mergers create value? A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements as explanations for synergies. *Review of Financial Studies*, 22(3), 1179–1211.

I concetti di sinergia e di globalizzazione sono alla base della quinta ondata di fusioni che prende il via nel 1994 e vede la sua fine nel 2001 con l'esplosione della bolla delle Dot-Com. L'ondata coincide con il boom economico degli anni '90 che porto le imprese di grandi dimensioni ad espandersi verso nuovi orizzonti a cause della concorrenza che ormai non era più solo a livello continentale ma globale. Il numero di fusioni negli Stati Uniti fu presto raggiunto dalle imprese operanti in Europa e Giappone, poiché quest'ultime avevano compreso che era il tempo di cercare opportunità di crescita in paesi diversi da quello di origine. La ricerca di effetti sinergici, come accennato al principio del paragrafo, fu uno dei fattori trainanti che mosse la quinta ondata. Le imprese erano alla ricerca di sinergie operative, come, a titolo esemplificativo, materie prime vendute a costi minori, e sinergie finanziarie, ottenute dai vantaggi fiscali che poteva portare l'espansione verso territori esteri²⁰.

Si ricordano, in questo lasso di tempo, le operazioni svolte da Vodafone (Regno Unito) con imprese collocate negli USA e in Europa.

La sesta ondata, infine, coinvolge gli anni dal 2003 al 2009 e le motivazioni che interessavano le aziende risultavano molto simili a quelle che le hanno spinte nel corso dell'ondata precedente; infatti, continuarono le operazioni *cross border* dei colossi mondiali che interessavano in particolare il settore hi-tech e delle comunicazioni. In questo ciclo di forte crescita il reperimento di capitali finanziari era estremamente semplice vista la scarsa tutela dei mercati finanziari e, da ciò, ne scaturì il fatto che le grandi banche continuavano a rifornire le imprese di ingenti somme di denaro affinché esse potessero soddisfare le proprie grandi mire espansionistiche. Il tutto terminò nel biennio 2008-2009 nel quale si verificò la crisi del settore immobiliare che partì dagli Stati Uniti e che coinvolse tutto il globo.

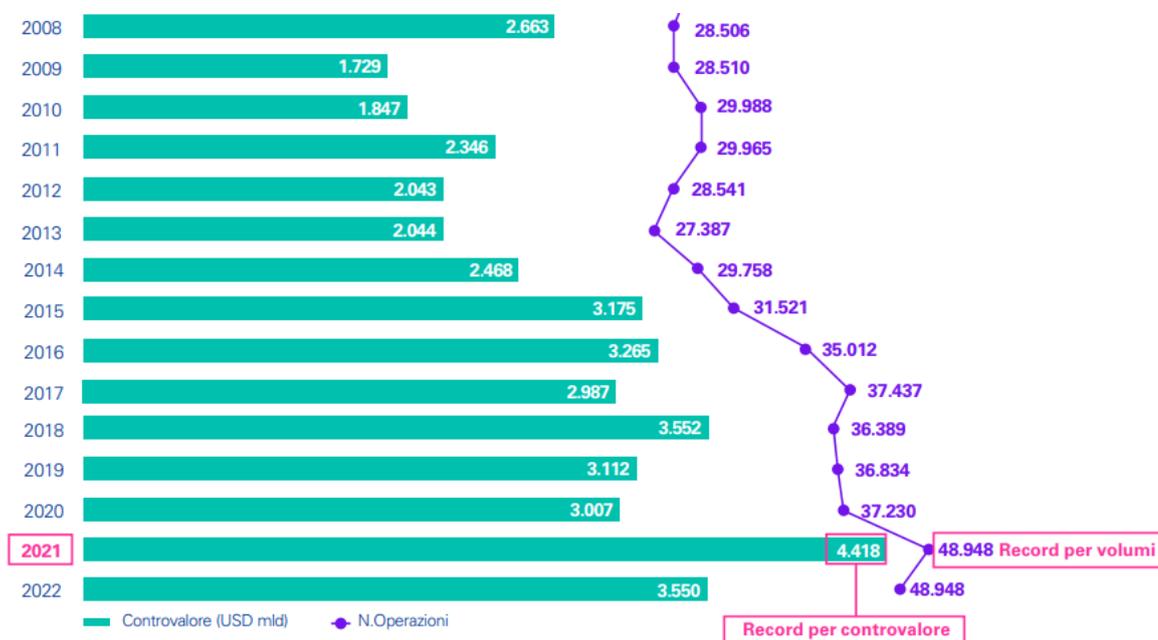
1.2.3 La settima ondata

Secondo gli approfondimenti da me condotti durante lo studio della materia, risulta inevitabile non prendere in considerazione la settima ondata di fusioni che

²⁰ Cho, S., & Chung, C. Y. (2022). Review of the literature on merger waves. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(10), 432.

si sta verificando dal biennio 2014-2015 e che si è interrotta in piena pandemia da Covid-19.

Figura 5. Trend M&A dal 2008 al 2022



Fonte: *KPMG Rapporto M&A 2022: l'anno dell'incertezza*

Come si può notare dal grafico di cui sopra, redatto dalla società di consulenza KPMG in merito al tema delle M&A, vi è stato un aumento quasi costante del fenomeno dal 2014 sino al 2021.

Svolgendo un'analisi su quest'ultima ondata, si può dedurre che il continuo sviluppo delle tecnologie, in generale, e del settore dell'IT (*Information Technology*) hanno incentivato il fenomeno della settima ondata di fusioni, dato che si può confermare osservando il settore maggiormente impegnato nelle operazioni di M&A nel periodo preso in esame, ossia quello riguardante le nuove tecnologie. Anche in questa casistica, grazie allo sviluppo del settore e ai bassi tassi d'interesse di riferimento, i quali possono essere recuperati dai dati raccolti dalla testata giornalistica *Il Sole 24 Ore*, si è verificata una nuova ondata di fusioni. Questa fase è caratterizzata dal consolidamento delle industrie specifiche come quelle delle telecomunicazioni, dalla creazione di oligopoli e dalle operazioni transfrontaliere, le quali coinvolgono soprattutto società stanziate nel continente asiatico.

Di seguito appongo una tabella riassuntiva delle motivazioni che hanno favorito le ondate di fusioni nel tempo.

Figura 5. Motivazioni delle ondate di fusioni

Ondate di fusioni	Motivazioni
Prima e seconda ondata	Mire espansionistiche delle grandi compagnie e incentivazione tramite finanziamenti da parte delle società bancarie. Creazione di monopoli e in seguito di oligopoli.
Terza e quarta ondata	Creazione di un internal capital market. Si verificano per lo più fusioni di tipo conglomerale. Nasce la teoria della diversificazione del rischio e le autorità antitrust pongono dei limiti alle fusioni e acquisizioni per evitare situazioni di monopolio. Crescita dei mercati azionari, sottovalutazione dei titoli e nuovo ruolo di consulenti assunto dalle banche.
Quinta e sesta ondata	La globalizzazione e il boom economico degli anni '90 incentivano le fusioni. Attenta ricerca nell'ottenimento di sinergie. Si verificano per lo più operazioni <i>cross-border</i> . Semplicità nel reperimento di capitale da dedicare a operazioni di finanza straordinaria.
Settima ondata	In seguito alla crisi del 2008, i bassi tassi d'interesse offrono condizioni più vantaggiose per la richiesta di risorse finanziarie da destinare alla crescita inorganica. L'ulteriore sviluppo del settore tecnologico fa sì che molte imprese convergano verso quel settore.

1.3 La creazione di valore nelle M&A

Uno dei temi maggiormente discussi quando si prendono in considerazione le operazioni di fusioni e acquisizioni è, senza dubbio, la creazione del valore. Dal 2000 in poi, nel mondo si sono verificate poco di 800.000 operazioni di M&A, con una spesa complessiva intorno ai 60 trilioni di dollari (IMAA, Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances)²¹; in gran parte di queste operazioni, però, non sono stati raggiunti i risultati ipotizzati. Gli economisti di tutto il mondo hanno esposto tesi divergenti riguardo la creazione di valore in operazioni di questo tipo, non giungendo mai ad una conclusione.

²¹ Schweizer, L., Wang, L., Koscher, E. M. K., & Michaelis, B. (2022). Experiential learning, M&A performance, and post-acquisition integration strategy: A meta-analysis. *Long Range Planning*, 55(6), 102212.

Gli economisti per rispondere a tali quesiti hanno analizzato un'ulteriore capacità dinamica delle imprese per quello che riguarda le operazioni di M&A, ossia la c.d. *capacità di acquisizione*. Laamanen e Keil (2008) danno una definizione a questa caratteristica: *“Una capacità di acquisizione può essere definita come comprensiva delle conoscenze, delle competenze, dei sistemi, delle strutture e dei processi a cui un'impresa può attingere quando effettua acquisizioni”*. Le imprese che sviluppano questa capacità, per esempio, riusciranno efficientemente ad utilizzare le risorse dell'azienda acquisita esponendosi a costi più bassi. Partendo da questa definizione, risulta palese che per giungere al successo vi è la necessità di uno scambio di risorse tra impresa acquirente e impresa target.

La capacità di acquisizione, così come tutte le altre capacità dinamiche, non può essere sviluppata all'esterno dei confini aziendali, ma deve essere sviluppata in maniera endogena, e lo sviluppo di tale capacità è dato dal c.d. *apprendimento esperienziale*. L'apprendimento esperienziale è: *“il processo mediante il quale si crea conoscenza attraverso la trasformazione delle esperienze. La conoscenza risulta dalla combinazione di esperienza di comprensione e trasformazione”*, questa è la definizione esposta da Kolb (2008). L'esperienza maturata durante lo sviluppo e la conclusione di un'operazione straordinaria, può essere usata in seguito dalla stessa azienda per operazioni future, il che porterà a minori costi durante le fasi preparatorie e minori costi di integrazione post operazione.

Schweizer et al. (2022) ipotizzano che la performance dell'impresa aumenti con l'accrescere dell'apprendimento esperienziale; quindi, identificano un rapporto di proporzionalità diretta tra i due fattori. Gli autori di questa ipotesi sostengono che le aziende coinvolte in fusioni o acquisizioni durante il corso della loro esistenza, se hanno avuto successo in questi processi, tenderanno a ripetere le stesse azioni che le hanno portate al successo in passato, portandole a raggiungere ulteriori successi in questo campo. Questa teoria però appare di facile confutazione poiché le situazioni macroeconomiche, aziendali, settoriali e tecnologiche, le quali hanno caratterizzato le varie ondate di M&A già precedentemente discusse, non sono sempre simili, e quindi situazioni favorevoli per l'impresa in passato potrebbero risultare ostacoli in ondate successive.

Ciò che è stato esposto in questa prima parte del paragrafo riguarda le capacità intangibili che le imprese sviluppano durante l'operazione di fusione o

acquisizione che sia. Ma cosa si verifica in seguito a livello tangibile? Cosa viene implementato in seguito al successo dell'operazione, poiché questa è la fase in cui viene concretamente generato il valore?

La risposta sta principalmente nella fase dell'integrazione, dove le aziende devono coniugare al meglio le operazioni che una volta venivano svolte separatamente da entità distinte, al fine di ottenere un aumento della performance aziendale. Per svolgere efficacemente questa fase le imprese devono considerare senza dubbio le sinergie che si possono generare dall'unione delle aziende prese in considerazione. Delle sinergie ho già discusso nel sotto paragrafo 1.2.2. e si rimanda a quello che per un ripasso delle nozioni di base.

Per generare sinergie in maniera efficace e per ottenere il risultato con il minor costo possibile, l'attenzione non deve essere indirizzata unicamente verso quelle attività considerate strettamente operative, ma anche verso la cultura azienda, come si accennava alla fine del paragrafo sulle sinergie.

Infine, anche la velocità con la quale viene attuata l'integrazione svolge un ruolo fondamentale. Schweizer et al. sostengono infatti che un rapido processo di integrazione possa portare ad un maggior numero di effetti benefici piuttosto che dannosi. Le aziende che integrano più velocemente avranno infatti un ritorno del capitale investito più rapido, consentendo alle imprese di proseguire a ritmo sostenuto con le loro attività. Questa tesi risulta essere però ancora ampiamente discussa in quanto il lavoro condotto da Bauer e Matzler nel 2014 non ha trovato correlazioni tra velocità di integrazione e successo nelle M&A.

1.4 Le condizioni di successo delle M&A

Oltre al già citato *fit* (paragrafo 1.2), le condizioni di successo secondo Eipstein (2005b)²² dipendono anche dalla struttura dell'affare, dalla due diligence, dalla pianificazione pre-fusione, dall'integrazione post-fusione, e dai fattori esterni alle società.

- per “struttura dell'affare” si intende la somma pagata per una fusione o acquisizione e il mezzo di pagamento. Molte operazioni falliscono per via

²² Epstein, M. J. (2005b). The determinants and evaluation of merger success. *Business Horizons*, 48(1), 37–46.

dell'eccessivo prezzo pagato da una delle società e soprattutto per il mezzo, che, se viene percorsa la via del debito, rischia di far emergere un debito troppo elevato per poter essere ripagato e ciò, in concomitanza con la sopravvalutazione del prezzo delle azioni, porta al fallimento dell'operazione.

- la fase di *due diligence* è una delle fasi preparatorie fondamentali: durante questo processo le società hanno il compito di revisionare tutto ciò che riguarda l'operazione e le due entità separate. Vi deve essere un'attenta revisione della struttura finanziaria delle due entità divise e la struttura finanziaria che sarà adottata ad operazione compiuta, ma, oltre al carattere strettamente finanziario, sarà necessario verificare la compatibilità delle risorse non finanziarie, come, ad esempio, il *fit* già citato in precedenza, le visioni strategiche delle società che devono procedere verso lo stesso obiettivo, la cultura e la tecnologia utilizzata. La *due diligence*, in sostanza, è il momento in cui vengono revisionate tutte le caratteristiche delle aziende affinché non appaiano sorprese dirompenti durante l'integrazione.
- la pianificazione pre-fusione è la fase che precede l'annuncio alla fusione che verrà poi presentato ai CDA delle rispettive società. In questo momento vengono comunicate tutte le strategie di integrazione agli elettori e viene stabilita la leadership della società risultante dall'operazione. È chiaro che queste dinamiche portano, nella maggior parte dei casi, a conflitti interni che rallentano l'operazione e spesso ne impediscono la corretta esecuzione. Qualora il processo di pianificazione preliminare dovesse essere portato a termine con superficialità e senza tutte le adeguate accortezze, il successo della fusione e l'integrazione risultano quasi irraggiungibili.
- durante il processo di integrazione post-fusione, vengono messe in pratica tutte le strategie pianificate in precedenza. È chiaro che l'efficace ed efficiente lavoro svolto nelle fasi precedenti fa sì che la fusione abbia maggiori probabilità di successo. In questa sezione devono essere messe in pratica tutte le sinergie programmate (vedi sottoparagrafo 1.2.2.), sia di costo che di ricavi. Le aziende devono riuscire a integrare i propri reparti strategici e devono condividere la stessa strategia. I dipendenti devono avere chiaro in mente che la fusione non porta ad un regresso della propria società, ma ad uno sviluppo che, se bene chiaro nelle menti dei soggetti coinvolti, porta al

successo dell'operazione. In quest'ottica, anche le tempistiche risultano fondamentali: i concorrenti cercheranno di approfittare della situazione di confusione dovuta dal nuovo scenario aziendale per prevalere, e, se non viene posto un rimedio rapido alla situazione di cambiamento, l'entità risultante ne risentirà profondamente

- in ultima analisi, bisogna prendere in considerazione i fattori esterni alle due società. Tra i fattori esterni che influenzano la corretta esecuzione di un'operazione straordinaria vi è il cambiamento delle condizioni economiche che non poteva essere previsto dalle aziende durante le fasi precedenti l'atto di fusione. Le condizioni economiche che possono influenzare la riuscita di tali operazioni sono, appunto i cambiamenti dell'economia, dovuti ad eventi macroeconomici che siano essi negativi o positivi, la variazione dei tassi d'interesse, i quali se subiscono una violenta impennata porteranno ad un costo del capitale maggiore, il quale a sua volta porta a maggiori costi di fusione che spesso non riescono ad essere compensati dai ricavi delle aziende, dagli shock di settore dovuti allo sviluppo di nuove tecnologie o processi, e anche dalle azioni dei concorrenti le quali influenzano il contesto settoriale e spesso l'economia mondiale, si veda, a titolo esemplificativo, il caso del fallimento della banca Lehman Brothers nel 2008, il quale ha portato una crisi economica globale. Bisogna inoltre dire che in un'economia forte, le fusioni "deboli", cioè quelle fusioni compiute non con efficienza e non con la massima efficacia, possono arrivare a compimento e persistere nel tempo, ma una fusione "forte" in un'economia debole può terminare con il fallimento dell'operazione. È importante, sostanzialmente, riuscire a distinguere i fattori esterni che influiscono effettivamente in maniera negativa sull'operazione e quelli che ne alterano la percezione ma non il successo.

Come sarà enunciato nei capitoli successivi, raccolgo queste variabili sotto due macro-categorie: la categoria delle variabili *endogene* (visione strategica e *fit*, struttura dell'affare, due diligence, pianificazione pre-fusione, integrazione post-fusione) e la categoria delle variabili esogene (fattori esterni).

Figura 7. Condizioni di successo per le M&A

Condizioni di successo	
Visione strategica e <i>fit</i>	le società devono condividere le strategie da applicare, senza eventuali scontri, e devono essere adatte a compiere un'operazione di finanza straordinaria, anche in base ai processi e alla cultura aziendale.
Struttura dell'affare	il prezzo pagato e il metodo di pagamento può avere un impatto non indifferente sulla riuscita dell'operazione
Due diligence	questa è la fase di revisione delle strategie, della struttura finanziaria e del processo di integrazione che verrà applicato in seguito. È importante indicare tutte le procedure da seguire e i rischi possibili nel perseguire obiettivi, al fine di saper gestire eventuali imprevisti
Pianificazione pre-fusione	viene stabilita la leadership della nuova identità che si andrà a formare e vengono comunicati ai rispettivi CDA delle imprese gli obiettivi da seguire e le strategie d'integrazione
Integrazione post-fusione	l'integrazione post-fusione è il momento in cui vengono messe in pratica tutte le dinamiche elaborate in precedenza: l'integrazione dei reparti strategici, l'applicazione di una strategia e il perseguimento di una <i>vision</i> comune
Fattori esterni	le condizioni economiche influenzano la riuscita delle M&A. I cicli economici positivi incentivano le operazioni di fusioni e acquisizioni in quanto vi è una maggiore quantità di capitale da investire. I tassi d'interesse elevati rallentano queste operazioni.

Fonte: Epstein, M. J. (2005b). The determinants and evaluation of merger success.

Come sarà enunciato nei capitoli successivi, raccolgo queste variabili sotto due macro-categorie: la categoria delle variabili *endogene* (visione strategica e *fit*, struttura dell'affare, due diligence, pianificazione pre-fusione, integrazione post-fusione) e la categoria delle variabili *esogene* (fattori esterni).

CAPITOLO 2

Variabili esogene ed endogene nelle M&A

In seguito a quanto illustrato nell'intero capitolo 1, in questo capitolo vi sarà un approfondimento dei temi relativi alle teorie sulle ondate di fusioni e acquisizioni verificatesi nel tempo, passando in rassegna le caratteristiche dei due maggiori filoni di pensiero, quello neoclassico e quello comportamentale, entrambe considerate come, rispettivamente, le variabili esterne ai confini aziendali (*variabili esogene*) che influenzano i trend di M&A, con un focus preciso sulle variabili settoriali, come ad esempio il ciclo di vita del settore e i vari sconvolgimenti all'interno di una determinata *industry*, e le variabili interne ai confini aziendali, ossia quelle che possono essere influenzate dal management, o comunque controllate dalla società (*variabili endogene*).

Tenendo in considerazione quanto descritto nella sezione precedente, sappiamo che, per essere efficaci, le strategie di fusione e acquisizione hanno l'obbligo di tenere in considerazione aspetti esterni ed aspetti interni, in quanto un'operazione con variabili endogene favorevoli, come ad esempio l'alta liquidità del capitale aziendale, compiuta in un contesto economico in declino, nella maggior parte dei casi può portare al fallimento dell'operazione, così come variabili esogene favorevoli, come la fase di crescita di un settore o un boom economico, compiute con una situazione aziendale interna non idonea possono far sì che l'impresa non riesca a completare l'operazione o, una volta completata, riscontrare una perdita importante. Da ciò risulta palese la necessità di un'interdipendenza tra condizioni esterne e condizioni interne alla corporate.

2.1 Le teorie sulle ondate di fusioni

Avendo stabilito l'esistenza di ondate di fusioni presenti nelle varie epoche storiche, gli studiosi si interrogano sulle cause di questi eventi e, la dottrina, distingue due macro filoni teorici che spiegano le cause: quello della teoria *neoclassica* e quello della teoria *comportamentale*.

2.1.1 La teoria neoclassica e la teoria comportamentale

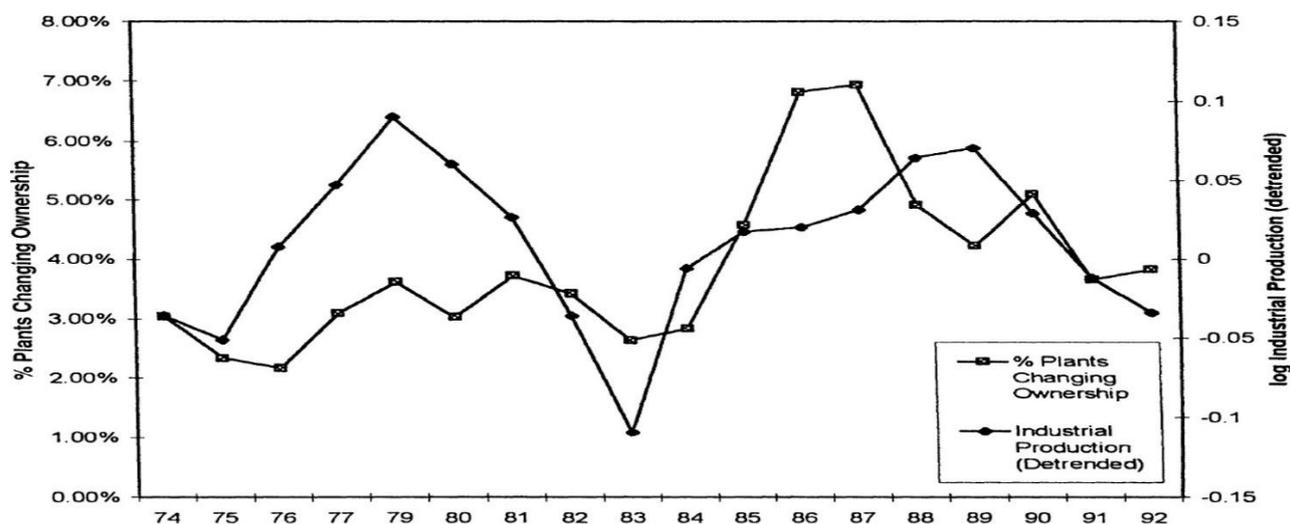
Le basi della teoria neoclassica possono risalire a Gort (1969). Lo studioso in questione sosteneva che le imprese tendono alla fusione quando sono presenti delle condizioni base che incentivano il processo, ossia la sopravvalutazione dell'offerente per quanto riguarda le risorse dell'impresa target e la convenienza, con un logico maggiore profitto dal lato dell'offerente, nell'impegnarsi in un'operazione di fusione o acquisizione rispetto ad investimenti alternativi. Queste condizioni restano comunque valide fino a quando non si palesano shock, che siano essi macroeconomici, tecnologici o industriali (per shock industriali si intende, per esempio, cambiamento della regolamentazione), che possono variare le stime degli asset presi in considerazione portando tali operazioni a risultati negativi. In sostanza, l'economista sostiene che le innovazioni di prodotto e di processo, portate dallo sviluppo tecnologico di un settore, aumentino il numero di fusioni. D'altro canto, però, l'alto prezzo delle azioni rallenta queste ondate, per via del timore del pagamento eccessivo da parte delle imprese offerenti.

Per Maksimovic e Phillips (1996) gli shock macroeconomici nei vari settori influenzano positivamente le ondate di fusioni, in quanto essi fanno sì che le aziende propendano per allocare le loro risorse verso aree maggiormente produttive²³. Le aziende, affermano i due economisti, tendono ad impegnarsi in operazioni straordinarie in periodi di shock positivi della domanda, e, infatti, i risultati empirici ottenuti dimostrano che durante gli anni compresi tra il 1985 e il 1991, quindi in piena quarta ondata di fusioni, periodo in cui il ciclo economico stava affrontando una fase positiva, il numero di fusioni è aumentato in maniera esponenziale.

La tabella che segue mostra graficamente i risultati ottenuti dai due economisti nell'analisi del settore manifatturiero americano negli anni che vanno dal 1974 al 1992.

²³ Cho, S., & Chung, C. Y. (2022). Review of the literature on merger waves. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(10), 432.

Figura 6. Percentuale delle aziende che hanno cambiato proprietà nel tempo



Fonte: Maksimovic, V., & Phillips, G. (2001). *The market for corporate assets: who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains?*

I dati sovraesposti confermano l'ipotesi di Maksimovic e Phillips secondo la quale, nei periodi di espansione dell'industria, dove la produzione e la domanda aumentano, si riscontra un maggiore flusso di concentrazione delle imprese.

Questi dati vanno a confermare la teoria neoclassica secondo la quale le ondate di fusioni sono causate da shock macroeconomici, tecnologici o industriali.

A sostegno delle ipotesi neoclassiche, si aggiunge la teoria Q delle fusioni, la quale si basa sul lavoro svolto dal Premio Nobel per l'economia James Tobin.

La Q di Tobin è uno strumento usato nella finanza aziendale per valutare se un'azienda è ben gestita e se è necessario fare investimento o disinvestimenti per aumentarne i profitti. La Q di Tobin viene definita come il rapporto tra il valore di mercato di un'impresa e il valore contabile dei suoi asset. Se il rapporto è maggiore di 1 l'impresa potrebbe risultare sopravvalutata, se minore sottovalutata. Il punto di equilibrio si ha quando $Q=1$.

$$Q = \frac{\text{valore di mercato dell'impresa}}{\text{valore contabile degli asset}}$$

Gli economisti Jovanovic e Rousseau (2002) hanno applicato la teoria di Tobin alle fusioni, sostenendo che le imprese che riscontrano un rapporto Q elevato

tendono ad acquisire imprese con un Q inferiore a ondate. Secondo questi ultimi, in sostanza, la dinamica precedentemente descritta fa sì che, quando si presenta uno shock tecnologico, vi sia una riallocazione delle risorse, il che fa aumentare la redditività degli investimenti portando ad una crescita delle domande di fusioni e acquisizioni. Jovanovic e Rousseau utilizzano eventi temporali per dimostrare la loro teoria e fanno riferimento alla nascita del mercato automobilistico che portò al boom degli anni '20, periodo nel quale si verificarono un gran numero di fusioni. Ovviamente l'ipotesi non riguarda solo le aziende quotate ma anche quelle non quotate, le quali, quest'ultime, vengono spesso escluse dagli studi, non potendo essere valutate precisamente dal mercato e non potendo, quindi, stabilire un rapporto Q adeguato.

Per la teoria neoclassica, la questione della liquidità del capitale risulta fondamentale. Per liquidità di capitale si intende la disponibilità di capitale liquido che le aziende hanno per svolgere le operazioni, sia ordinarie che straordinarie, senza ricorrere al capitale di debito. Secondo Shleifer e Vishny (1992) le ondate di fusioni si verificano nei periodi di boom economico perché la disponibilità liquida risulta maggiore e quindi vi sono maggiori possibilità di impegnarsi in operazioni di finanza straordinaria senza essere soggetti a vincoli finanziari come quelli che riguardano l'indebitamento delle società. A sostegno di questa teoria vi sono gli studi empirici condotti da Harford nel 1999, dove viene dimostrato che le aziende che si sono impegnate maggiormente nelle acquisizioni sono anche quelle che hanno accumulato maggiore disponibilità nel tempo.

In contrapposizione alla teoria neoclassica si trova la teoria comportamentale. Secondo la teoria comportamentale le ondate di fusioni non sono generate da shock economici o del settore, ma dalla discrezionalità dei manager che operano all'interno delle aziende e dalle valutazioni del mercato azionario.

Shleifer e Vishny (2003) affermano che si verificano ondate di fusioni a causa delle errate valutazioni dei titoli azionari durante una fase rialzista del mercato²⁴. Secondo i due economisti, la sopravvalutazione dei titoli azionari porta i manager a scambiare le proprie azioni per quelle di aziende target che, sempre

²⁴ Harford, J. (2005). What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*, 77(3), 529–560.

secondo il mercato, hanno un valore minore. Questa dinamica può essere presa in considerazione se la transazione avviene, tutta o in parte, in azioni, dal momento che non possono essere dichiarate errate le valutazioni in contanti. Nel breve termine, il raggruppamento di questo fenomeno in un settore porta ad un'ondata di fusioni.

Un'altra ipotesi, facente parte della teoria comportamentale, che genera ondate di fusioni è quella dei costi di agenzia, proposta per la prima volta da Jensen nel 1986. Secondo questa teoria, della quale si è già accennato in precedenza, gli interessi di azionisti e manager non sono spesso allineati, portando questi ultimi a compiere azioni atte solo al proprio torna conto. Risulta di logica intuizione il fatto che più i manager contribuiscono alla crescita aziendale, e più questi otterranno vantaggi sia a livello monetario che a livello reputazionale. Secondo la dottrina, quindi, le operazioni di fusione e acquisizione.

In conclusione, ritengo che la teoria neoclassica sulle ondate di fusioni sia di più agevole dimostrazione, dal momento che si hanno a disposizione maggiori dati per confermarla. Essa, infatti, si basa su una grande quantità di dati che possono essere ritenuti "oggettivi", come ad esempio il numero di fusioni verificatesi durante un'ondata, e sia di più agevole collegamento con le teorie sugli shock economici o tecnologici. Di contro la teoria comportamentale prende in considerazione la soggettività delle persone che si occupano di tali operazioni all'interno delle aziende; quindi, i dati ottenuti dagli studi potrebbero essere mal interpretati, mettendo in discussione anche la caratura etica dei manager presi in considerazione.

2.2 Il ciclo di vita del settore

Le operazioni di fusioni e acquisizioni sono viste come un veicolo per la crescita strategica più rapido rispetto alla concentrazione di sforzi nello sviluppo e perseguimento di una strategia per la crescita organica. Per ciò che concerne la distribuzione delle risorse nei settori in declino, Anand e Singh (1997) hanno scoperto che la distribuzione è più efficace per le imprese che si attivano per strategie di acquisizione volte al consolidamento piuttosto che alla diversificazione. Partendo da questa affermazione, si può concludere che le imprese nei settori che hanno ormai passato la fase di maturità tendono a non rischiare strategie di espansione grazie alla diversificazione, ma viene scelta la

via del rafforzamento della posizione e del consolidamento, avviando operazioni con società che svolgono un'attività simile al core business settoriale. Bisogna aggiungere che la fase post-operazione, ossia quella dell'integrazione, è influenzata enormemente dal dinamismo ambientale; quindi, avere una corretta percezione della situazione esterna può avere un impatto del tutto positivo sulla crescita dell'ente, da qui l'affermazione di Collis e Montgomery: *“una risorsa preziosa in un particolare settore o in un particolare momento potrebbe non avere lo stesso valore in un settore o in un contesto cronologico diverso”*²⁵.

Bauer et al. (2017), nel loro articolo dove contribuiscono alla ricerca sulle operazioni di M&A, mettendo in evidenza l'importanza delle diverse fasi del ciclo di vita del settore per ciò che concerne le operazioni suddette, sostengono che le fusioni e acquisizioni non dovrebbero essere considerate come eventi isolati dipendenti dalle singole scelte delle imprese in base alle loro disponibilità, ma come il risultato dell'interazione tra l'ambiente competitivo esterno e il complesso organizzativo. Le fasi del ciclo di vita del settore influenzano i membri delle società in modi diversi e, di conseguenza, l'efficienza e l'efficacia dei meccanismi di integrazione possono essere favoriti o ostacolati.

La flessibilità delle organizzazioni, in ogni caso, rimane la colonna portante per far sì che vengano sfruttate le opportunità all'interno del settore e garantire la sopravvivenza dell'azienda.

Nella fase di crescita di un determinato settore si riscontra un'alta incertezza, data da possibili innovazioni tecnologiche di prodotto o di processo che potrebbero influenzare l'andamento del mercato, una crescita esponenziale della domanda e la presenza di una gran quantità di aziende dedite alla vendita di prodotti non standardizzati e altamente vari. In questa circostanza, l'ambiente competitivo è in continua evoluzione e il mercato non ha ancora regole specifiche. In una situazione così fortemente dinamica le aziende che si impiegano in operazioni di fusioni o acquisizioni rischiano di essere surclassate dalle altre concorrenti, in quanto, focalizzando i propri sforzi sull'operazione, potrebbero non essere in grado di rispondere alle manovre degli altri operatori.

²⁵ Bauer, F., Dao, M. A., Matzler, K., & Tarba, S. Y. (2017). How Industry Lifecycle Sets Boundary Conditions for M&A Integration. *Long Range Planning*, 50(4), 501–517.

La fase di maturità è caratterizzata dall'intensificazione della concorrenza data da un maggior grado di concentrazione. Questa peculiarità si riscontra a causa dell'uscita dal settore delle imprese meno sviluppate e deboli non in grado di equiparare i vantaggi ottenuti dalle economie di scala e dalle strategie di prezzo applicate dagli operatori maggiormente sviluppati e dominanti.

Il periodo di declino dell'ambiente settoriale è il momento in cui la rivalità si intensifica, dal momento che all'interno del mercato continuano ad operare quasi esclusivamente quegli agenti che hanno realtà organizzative ben strutturate e in grado di continuare ad operare. Le imprese superstiti sono tutte accomunate dal principio che risulta ormai un arduo compito perseverare nella crescita e nella massimizzazione del profitto, e perciò risulta più idonea l'applicazione di strategie atte al consolidamento o alla diversificazione. Il consolidamento delle capacità, a detta di Anand e Singh (1997), può verificarsi tramite operazioni di crescita inorganica orizzontali o correlate, e ciò fa sì che si verifichi un aumento del potere di mercato delle società, le quali si impegnano in questi processi.

Gli economisti appaiono di comune accordo sulle caratteristiche che congiungono le imprese nei settori in crescita e in quelli in declino: nei settori appena nati e in crescita, le aziende sono impegnate con una minore rivalità, poiché gli agenti che popolano il mercato stanno ancora muovendo i primi passi ed è raro che alcuni prevalgano su altri in così breve tempo; nelle industrie in declino invece, come accennavo pocanzi, le imprese si trovano ad operare in un contesto dove la concorrenza è sempre maggiore per via dei tentativi di accentramento del potere di mercato, quindi ricorrere a tattiche di consolidamento risulta un approccio usuale.²⁶

Per riassumere i concetti precedenti, nei settori in crescita si andrà a formare un contesto dinamico e in continuo cambiamento dove vi sarà la necessità da parte delle imprese di stare al passo con la crescita, mentre nei settori maturi e in declino gli operatori si adopereranno per un consolidamento del proprio potere e la redistribuzione del loro accesso alle risorse.

²⁶ Bauer, F., Dao, M. A., Matzler, K., & Tarba, S. Y. (2017). How Industry Lifecycle Sets Boundary Conditions for M&A Integration. *Long Range Planning*, 50(4), 501–517.

2.2.1 Integrazione post-operazione e ciclo di vita del settore

L'integrazione post-operazione, come già esposto nelle sezioni precedenti, è un processo arduo che deve essere pianificato e impostato in maniera efficiente ed efficace e comprendere non solo le capacità organizzative delle singole imprese, ma altresì l'ambiente competitivo nella quale operano, poiché le dinamiche settoriali possono, molto spesso, influenzare questo processo, a maggior ragione se ci si muove in ambienti turbolenti.

I ricercatori Bauer e Matzler (2014) hanno concluso, in seguito a studi empirici da loro condotti, che vi è una relazione significativa tra la crescita del settore e il grado d'integrazione: le organizzazioni che si apprestano a compiere operazioni di M&A in mercati maturi tendono ad integrarsi più profondamente rispetto a situazioni dove si riscontra una crescita elevata, ciò è dato dal fatto che contesti stabili, sicuri e prevedibili, quindi dove è presente meno dinamismo, sono maggiormente idonei allo scopo integrativo.

Nei settori in rapida crescita, al contrario, prevedere gli sviluppi dell'ambiente circostante risulta difficoltoso: nei settori in rapida crescita, infatti, gli sforzi per l'integrazione possono deviare l'attenzione del management dal core business, rendendo vulnerabile la società agli attacchi esterni e al mutamento delle situazioni a livello di settore. Inoltre, come anzidetto, gli ambienti turbolenti si accompagnano con sviluppi di mercato incerti e imprevedibili e ciò rende complesso il raggiungimento di un'integrazione efficace ed efficiente.

Infine, i settori in declino, essendo caratterizzati da un aumento importante della competitività e dalla diminuzione della domanda di prodotti, hanno la peculiarità di essere vittime di movimenti di consolidamento delle imprese e di uscita degli operatori da suddetto mercato. Bauer e Metzler sostengono che applicare ristrutturazioni del sistema organizzativo in ambienti aziendali colmi di incertezze e precari non sia l'approccio giusto: in situazioni settoriali come quella della fase di declino, i dipendenti della società sono ostili ai cambiamenti in quanto sono pressati dalla situazione incerta nella quale essi versano per via di un mutamento delle caratteristiche dell'ambiente competitivo nella quale opera la loro azienda, pertanto, portando l'integrazione numerosi cambiamenti, essi potrebbero far sorgere dissidi interni che graverebbero, in maniera negativa, sulla performance della società e si potrebbero riscontrare elevati costi di

coordinamento che possono mettere a rischio le risorse finanziarie dell'intero apparato aziendale.

2.2 Il ciclo di vita aziendale

Il capitolo strutturato nelle pagine precedenti mette in evidenza la relazione tra le operazioni di fusione e acquisizione e i fattori esogeni, con una parentesi sugli effetti che hanno questi fattori all'interno dei confini aziendali.

Il capitolo che ora andrò a sviluppare tratterà della variabile che può essere considerata endogena, ossia il ciclo di vita aziendale, esaminando la relazione tra quest'ultima, le probabilità di fusione e i possibili effetti che possono riscontrarsi.

Nell'ambito del ciclo di vita aziendale, indirizzerò l'attenzione verso due principali filoni di teorie: la teoria dell'agenzia e la teoria neoclassica.

Secondo la teoria dell'agenzia, le aziende che hanno raggiunto la loro fase di maturità tendono a compiere operazioni di fusioni e acquisizioni per via della maggiore radicalizzazione del management, il quale, grazie ai flussi di cassa positivi che superano le opportunità di crescita organica, si impegna a perseguire strategie di crescita inorganica.

La teoria neoclassica, diversamente, prevede che le aziende compiano determinate operazioni al fine di sfruttare al meglio le scarse risorse da loro possedute e, di conseguenza, le aziende con performance migliori creano valore attraverso le acquisizioni, incluse le acquisizioni attuate per diversificazione.²⁷

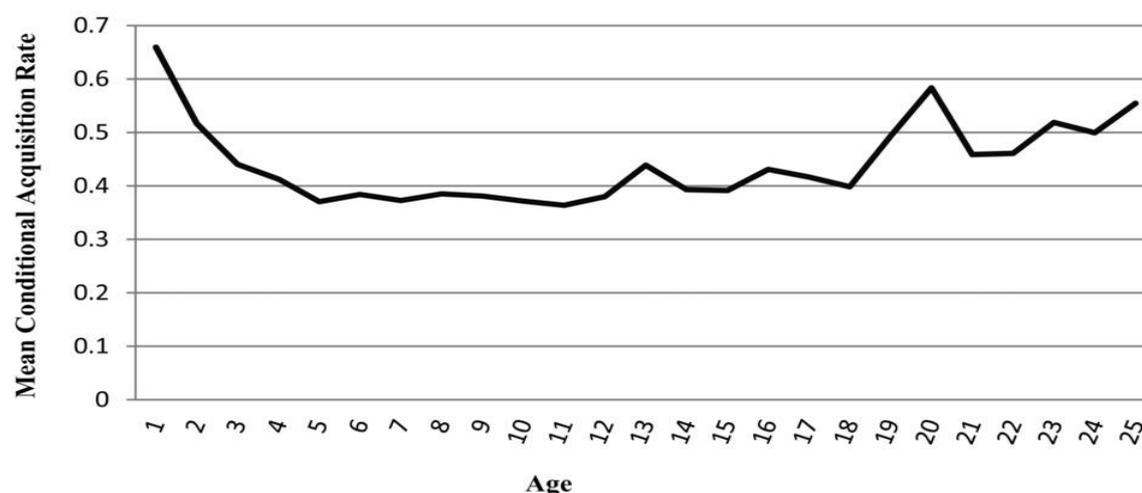
Arikan e Stulz (2016) compiono diversi studi empirici riguardanti la relazione tra operazioni di finanza straordinaria e l'età delle società. Le analisi condotte dai due economisti fanno uso della q di Tobin, ampiamente descritta nel sottoparagrafo 2.1.1 di questo capitolo, al quale rimando. I risultati ottenuti favoriscono la teoria neoclassica secondo la quale le aziende tendono ad usare gli strumenti delle fusioni e delle acquisizioni per allocare più efficacemente le loro risorse. L'evidenza empirica dimostra che le organizzazioni giovani sembrano avere un q più elevato rispetto a quelle mature

²⁷ Arikan, A. M., & Stulz, R. M. (2016). Corporate acquisitions, diversification, and the firm's life cycle. *The Journal of Finance*, 71(1), 139–194.

e, perciò, esse tenderanno ad impegnarsi maggiormente in tali operazioni al fine di trasferire la loro elevata produttività, confermata appunto da un q elevato, alle imprese acquisite.

Nel complesso, il tasso di acquisizione segue una forma a U, mettendo in evidenza il fatto che le imprese nuove compiono più frequentemente operazioni di questo genere, il tasso poi decresce per restare costante e in seguito aumentare nuovamente dopo i 15 anni di vita. Questa descrizione può essere osservata più chiaramente nel grafico stilato dai teorici che appongo successivamente.

Figura 7. Tasso medio di acquisizione in base all'età



Fonte: Arikian, A. M., & Stulz, R. M. (2016). *Corporate acquisitions, diversification, and the firm's life cycle*.

Secondo la teoria dell'agenzia, le aziende appena costituite hanno davanti a loro maggiori opportunità di crescita, per via delle diverse strade che possono essere imboccate nei primi anni di vita. Tuttavia, le opportunità di crescita, con il passare dell'età, diminuiscono per via dello sfruttamento da parte del management delle opportunità iniziali. La logica della teoria dell'agenzia, però, si basa sul fatto che, diminuendo le opportunità di crescita nel proprio settore, le aziende avanzate con l'età tendono a compiere operazioni di diversificazione, purché vi sia la disponibilità delle risorse. La letteratura che si occupa di questa teoria, però, afferma che la diversificazione è inefficiente per via della complessità della gestione della società da parte del management quando si va ad operare in settori diversi da quello originario. Si potrebbe tuttavia affermare che la diversificazione avvantaggia l'amministrazione in quanto l'incertezza è inversamente proporzionale al tasso di diversificazione, e, inoltre, i dirigenti

della società avranno ampio spazio di manovra per perseguire lo sviluppo della società grazie all'aumento delle risorse disponibili da poter investire.

La visione neoclassica, d'altro canto, ha come principio cardine il fatto che le aziende con scarsi asset di valore traggono vantaggio dalla loro applicazione nelle fusioni e acquisizioni. Le imprese più giovani, come accennavo in precedenza, sono solite avere una q di Tobin più elevata rispetto alle imprese mature e, di conseguenza, esse si impegnano maggiormente in operazioni di questa portata. Ne consegue che le aziende con una q elevata hanno rendimenti e performance migliori rispetto alle società con q inferiore. La conseguenza più evidente di queste premesse è, senza ombra di dubbio, l'aumento della ricchezza per gli azionisti.

L'impatto delle fusioni e acquisizioni sulla ricchezza degli azionisti nella teoria neoclassica varia a seconda dei modelli. Per Maksimovic e Phillips (2002), quando un'azienda possiede un asset scarso con rendimenti di scala decrescenti²⁸, essa impiegherà l'asset in settori diversi e più redditizi rispetto a quello d'origine. Ulteriori modelli stilati affermano che la diversificazione è essa stessa una fonte redditizia di valore poiché il mercato interno dei capitali di un'organizzazione diversificata consente una migliore allocazione delle risorse.

In aggiunta a quanto appena descritto, la diversificazione tramite acquisizioni o fusioni di aziende in altri settori concede alla *corporate* in questione ulteriori flussi di cassa positivi in caso di shock negativi all'interno del settore originario, flussi di cassa che possono essere utilizzati per ammortizzare l'impatto negativo o anche proseguire nelle strategie di crescita.

²⁸ Per rendimenti di scala si intende la relazione tra la variazione degli input impiegati in un processo produttivo e la conseguente variazione degli output. Sono possibili tre casi: rendimenti di scala costanti, rendimenti di scala crescenti e rendimenti di scala decrescenti. In caso di rendimenti costanti, l'output varia nella stessa proporzione degli input; in presenza di rendimenti crescenti, l'output varia in maniera più che proporzionale agli input; in una situazione di rendimenti decrescenti, maggiore sarà l'impiego di input e minore sarà la crescita degli output.

CAPITOLO 3

Metodologia

La metodologia che utilizzerò a supporto dei miei studi è quella della “multiple case analysis”, ossia l’analisi di diversi casi studio volta a identificare in che misura alcune delle variabili citate nei capitoli precedenti influenzano il successo di un’operazione di fusione o acquisizione.

Le variabili che andrò ad analizzare in questi casi sono quelle che ritengo più importanti a livello strategico-operativo e più impattanti sul risultato dell’operazione, e sono:

- *Visione strategica e fit*: queste due variabili, come indicato nel capitolo 1.2, fanno riferimento alla capacità delle aziende coinvolte di avere una visione completa del progetto da attuare e di potersi combinare adeguatamente a livello strutturale e di processi; analisi di questa variabile sarà effettuando confrontando le analisi SWOT delle aziende coinvolte nell’operazione;
- *Integrazione post-fusione*: nell’analisi di questa variabile saranno prese in considerazione le strategie applicate dalle società per garantire l’adeguata attuazione delle strategie ideate durante la fase di pianificazione pre-fusione
- *Fattori esterni*: l’ultima variabile esaminata sarà quella delle c.d. *variabili esogene*, come citavo nei capitoli precedenti. I fattori esterni che verranno presi in esame riguardo il settore di appartenenza delle società e le condizioni macroeconomiche globali, al fine di dare un’ulteriore spiegazione al risultato delle operazioni considerate; questa variabile sarà descritta nel caso Vodafone-Mannesmann e nel caso Wind-Tre, in quanto le condizioni esterne riguardanti il caso America Online-Time Warner sono le medesime del primo caso analizzato, e così facendo si andranno ad evitare ripetizioni;

Nei paragrafi seguenti di questo capitolo saranno portate a conoscenza del lettore le ricostruzioni dei casi che andrò poi ad analizzare nel capitolo 4, introducendo prima il quadro del settore TLC.

I casi riguarderanno l’acquisizione di Mannesmann da parte di Vodafone AirTouch, la fusione tra America Online e Time Warner, avvenuta nello stesso periodo storico della prima, e infine sarà preso in esame un caso recente, quello della fusione Wind-Tre, in modo da poter comparare le variabili e le condizioni riscontrate nei casi precedenti con un caso più recente.

3.1 Il quadro del settore TLC

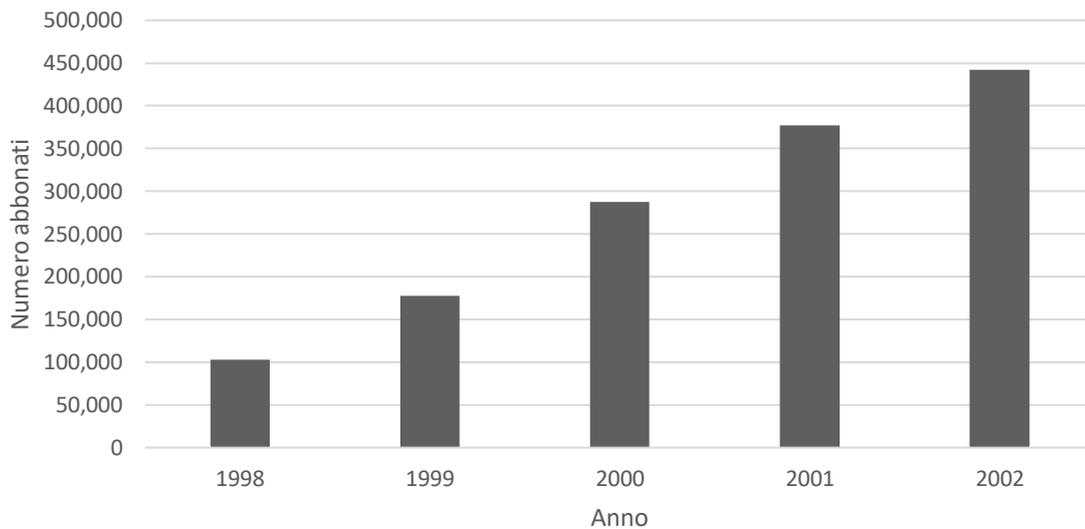
Il settore delle telecomunicazioni si basa su due tipi di business: i fornitori di servizi atti alla comunicazione, servizi come, ad esempio, quello della comunicazione telefonica, offerti dagli operatori, e fornitori di apparecchiature che concedono al consumatore finale la possibilità di usufruire dei servizi di telecomunicazione.

L'*industry* presa in analisi ha visto principiare la propria crescita in Europa a partire dal 1984. L'Unione Europea, all'epoca CEE, si stava avviando verso un processo di liberalizzazione dei mercati al fine di creare un mercato unico continentale per perseguire l'obiettivo di implementare un mercato dove il principio economico della concorrenza fosse il pilastro del sistema economico Europeo. Sotto la lente d'ingrandimento di questo lungo processo, oltre al settore delle telecomunicazioni, vennero presi in considerazione anche altri settori, come ad esempio quello dell'energia e dei trasporti.

Il mercato delle telecomunicazioni (TLC) agli inizi del XXI secolo era caratterizzato dalla presenza di tre elementi chiave che ne hanno favorito lo sviluppo e la crescita: l'internazionalizzazione, giunta con la creazione di canali comunicativi transnazionali, la regolamentazione armonizzata, per via dei provvedimenti presi dalla UE, e il dinamismo del mercato, verificatosi per la crescita esponenziale nell'utilizzo dei servizi di comunicazione da parte dei consumatori finali e dal rapido sviluppo di nuove tecnologie. Gli studi condotti in quel periodo su questo settore evidenziano che il mercato TLC in Europa era stimato in 363 miliardi di dollari, valori molto simili a quelli dello stesso mercato negli USA. Per ciò che concerne questo ultimo dato, se si tiene in considerazione che in USA il fenomeno delle telecomunicazioni ha cominciato il suo sviluppo precedentemente a quello europeo, appare ancor più evidente la sua evoluzione in un così breve lasso di tempo e, inoltre, tale settore è cresciuto a livelli più che raddoppiati in Europa rispetto al contesto statunitense.

Di seguito riporto un grafico dal quale si può evincere la crescita del settore in Europa.

Figura 8. Numero abbonati ai servizi di telefonia mobile in Europa



Fonte: European Information Technology Observatory (EITO) (2001)

Alla fine del 1990, il settore in questione è stato caratterizzato da una massiccia quantità di investimenti per acquisizioni, tra i quali possiamo annoverare i 60 miliardi di euro investiti in acquisizioni da parte della compagnia telefonica France Telecom, i 17 miliardi spesi dal gruppo britannico BT (British Telecom), i 31 miliardi di euro per l'acquisizione di Orange da parte di Mannesmann e l'acquisizione di quest'ultima da parte di Vodafone per una cifra vicina ai 130 miliardi di euro.²⁹

Ad oggi, gli Stati Uniti e la Cina ospitano i colossi mondiali delle telecomunicazioni, con compagnie capitalizzate in borsa per circa 200 miliardi di dollari. Negli Stati Uniti, quattro operatori dominano il mercato: Verizon, AT&T, T-Mobile e Sprint. Mentre in Cina, il mercato è controllato da tre operatori statali: China Unicom, China Mobile e China Telecom, con China Mobile come il principale fornitore di servizi di telecomunicazione nel paese. Nel paragrafo che succede questo prelude, utile per comprendere le caratteristiche del settore TLC agli inizi di questo secolo, per rendere più chiaro al lettore come le dinamiche settoriali, quelle che in precedenza ho definito con il termine "variabili esogene", possono influenzare un'operazione di fusione e

²⁹ AGCOM. *Il sistema europeo delle telecomunicazioni*

acquisizione, andrò a descrivere un caso citato poche righe sopra: il caso Vodafone-Mannesmann.

3.2 Panoramica dell'operazione Vodafone-Mannesmann

Il processo di acquisizione dalla società di ingegneria Mannesmann AG da parte del più grande gruppo di telecomunicazioni britannico prende il via nella seconda parte del 1999. La scintilla che diede il via all'operazione fu l'offerta di Mannesmann per la società Orange, offerta la quale venne considerata da Vodafone come un'iniziativa strategica da parte della società tedesca per entrare in competizione nel settore TLC. Di contro, Vodafone AirTouch lanciò un'offerta di acquisto sulle azioni Mannesmann per 124 miliardi di euro, offerta rifiutata dai tedeschi per via dell'incongruenza nelle attività svolte dalle due società: secondo il management di Mannesmann, Vodafone non era adatta alle loro attività strategicamente parlando, e inoltre entrambe le organizzazioni presentavano strutture e prospettive di crescita distanti tra loro; infatti, Vodafone operava principalmente nella campo della telefonia mobile, mentre Mannesmann era caratterizzata da un grado di diversificazione più elevato, essendo fortemente presente anche nei settori dell'ingegneria e automotive.

La società tedesca, i politici e i giornali si mostravano contrari all'operazione, fino a quando Vodafone non fece in modo di attuare una strategia volta a cambiare l'opinione pubblica riguardo l'operazione: la strategia posta in essere consisteva nella promozione di una migliore immagine del colosso britannico, grazie soprattutto a dichiarazioni da parte del management e annunci indirizzati ai dipendenti di Mannesmann che garantivano la tutela dei diritti dei dipendenti e il mantenimento dei posti di lavoro in Mannesmann AG. Divenuta ormai chiara la riuscita dell'operazione, l'amministrazione della società target decise di aprirsi ad una trattativa amichevole, andando ad accettare l'offerta di Vodafone, facendo raggiungere al valore dell'operazione i 195 miliardi di euro, il valore più alto mai raggiunto da un'operazione straordinaria compiuta tra società residenti nello stesso continente.

3.3 Panoramica dell'operazione America Online-Time

Warner

Il caso American Online-Time Warner si verifica in un contesto quasi identico al contesto europeo, con la differenza che sul suolo americano il settore TLC ha cominciato la sua espansione in tempi precedenti rispetto al nostro continente. Lo sviluppo della *new economy*, altrimenti detta *net economy*, partita dagli Stati Uniti, incentiva la nascita di nuove imprese interessate a piantare le radici nella nascente “economia globale”, basata sullo sviluppo delle nuove tecnologie informatiche e digitali.

AOL, o America Online, è un portale Web e un fornitore di servizi online con sede a New York. Fondata nel 1985, AOL era leader nel fornire servizi interattivi, marchi web, tecnologie Internet e servizi di commercio elettronico. È stato uno dei primi pionieri di Internet e uno dei marchi più riconosciuti degli Stati Uniti negli anni '90. Inizialmente offriva servizi di accesso remoto, un portale Web, posta elettronica e messaggi istantanei. Ha anche acquisito un browser web attraverso l'acquisizione di Netscape. Nel 2009, AOL si è separata da Time Warner ed è diventata una filiale di Verizon Communications. Nel 2015, Verizon ha acquisito AOL per 4,4 miliardi di dollari e successivamente AOL ha anche acquistato Millennial Media per 238 milioni di dollari. Nel gennaio 2001, AOL e Time Warner hanno completato la loro fusione, che è stata la più grande registrata fino ad allora con un valore di 164 miliardi di dollari. L'accordo ha strutturato come uno scambio di azioni, con gli azionisti di Time Warner che ricevevano 1,5 azioni della nuova società per ogni azione di Time Warner posseduta e gli azionisti di AOL che ricevevano un'azione della nuova società per ogni azione di AOL posseduta. La nuova società è stata chiamata AOL Time Warner, con Case come presidente e Levin come CEO. I principali marchi di AOL Time Warner includevano AOL, CompuServe, CNN, Time, Netscape e molti altri importanti marchi dei media. L'accordo ha avuto un impatto significativo nel settore dei media e ha portato ad un aumento delle azioni di Time Warner e ad una diminuzione delle azioni di AOL.

3.4 Panoramica dell'operazione Wind-Tre

Il completamento dell'operazioni di fusione tra il terzo e il quarto operatore italiano nel settore delle telecomunicazioni per quota di mercato, rispettivamente Wind e Tre, avviene il 31 dicembre 2016.

Nel 2015 le società Hutchison, controllante di Tre, e la allora VimpelCom, oggi Veon, controllante di Wind, raggiungono un accordo per ampliare la loro fetta di mercato in Italia. Canning Fok, Co-Group Managing Director di CK Hutchinson commenta la fusione e afferma: “Questa operazione rappresenta una pietra miliare per il nostro business in Italia. L'unione di 3 Italia e WIND creerà un operatore finanziariamente solido ed efficiente, capace di competere ad alto livello nel mercato.”, come si può leggere dal sito della società.

Essendo il controllo della Commissione Europea molto rigida riguardo la regolamentazione del mercato TLC in Europa, dopo un'attenta analisi e dopo aver posto alle società la condizione di dover cedere risorse operative per favorire ad Iliad l'ingresso sul mercato, nel settembre del 2016 approva la joint venture tra Hutchison e VimpelCom e, in seguito ad ulteriori accertamenti dell'AGCM³⁰, il 31 dicembre 2016 WindTre S.p.A divenne operativa.

La struttura della governance fu chiara sin da subito: 6 manager, 3 per società controllante, e il presidente del CDA eletto ogni 18 mesi dalle società in maniera alterna.

Nel 2018, Hutchison acquista la quota di Veon, ottenendo così il totale controllo della neonata azienda.

³⁰ Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato

CAPITOLO 4

Analisi dei casi studio

Nel capitolo finale del mio elaborato di tesi vi sarà la un'analisi delle variabili descritte nel capitolo precedente, al fine di confrontare il loro peso specifico su operazioni svoltesi nel medesimo arco temporale e a distanza di anni in tempi più recenti.

4.1 Analisi di un caso di successo: Vodafone-Mannesmann

Come accennavo nel capitolo precedente, l'operazione di acquisizione di Manessmann da parte di Vodafone è l'operazione più grande di sempre avvenuta nel continente Europeo. L'acquisizione ha creato il più grande operatore europeo con circa 42 milioni di clienti sparsi in tutto il globo.

4.1.2 Visione strategica e fit

Vodafone Airtouch era la più grande compagnia europea di telefonia con clienti in tutti i continenti. Per avere maggiore chiarezza sulle caratteristiche della società, mi servirò della seguente analisi SWOT (Strenghts, Weakness, Opportunities e Threats):



Dall'altro lato, Mannesmann AG, attiva nei settori dell'ingegneria, costruzione di macchine industria chimica, avrà la seguente analisi SWOT:



Come si può evincere dall'analisi SWOT delle due società esse risultano molti simili dal punto di vista strategico; se da un lato Vodafone avesse riscontrato un'eccessiva dipendenza dai fornitori di infrastrutture, dall'altro lato Mannesmann avrebbe potuto offrire alla compagnia telefonica un'indipendenza non indifferente in materia di infrastrutture tecnologiche, e questo può essere considerato come il *main theme* dell'operazione.

Dal lato Mannesmann, invece, Vodafone poteva essere la chiave per sbarcare su suolo americano, essendo quest'ultima fortemente presente negli USA.

L'allora amministratore delegato di Vodafone dichiarò che l'intenzione principale dell'acquisizione era quello di creare "una Microsoft dei telefoni cellulari".³¹

L'obiettivo a livello strategico della società britannica era quello di rafforzare la propria posizione all'interno del mercato Europeo. L'operazione consentì alle due società di avere la copertura mobile e wireless più grande d'Europa. I costi per le licenze delle comunicazioni in 3G, tecnologia che si stava sviluppando proprio in quegli anni, che avrebbe dovuto sostenere Vodafone in caso della mancata riuscita dell'acquisizione sarebbero ammontati a circa 30/40 miliardi di euro, secondo gli analisti; questo dato fa intendere come l'acquisizione mirava

³¹ Kumar, B. R. (2018). Vodafone acquisition of Mannesmann. In *Management for professionals*.

alla creazione di significative economie di acquisto di infrastrutture, IT e approvvigionamento di telefoni, e bisogna inoltre considerare il fatto che entrambe le aziende coinvolti possedevano un forte potere contrattuale nei confronti di produttori di telefoni, potere non detenuto da altri concorrenti.

4.1.3 Integrazione post-operazione

La sfida maggiore per un'integrazione di successo fu l'instaurazione di una cultura aziendale unica, in quanto le due società avevano due culture quasi opposte: Vodafone aveva alla base una cultura orientata all'internazionalizzazione e all'innovazione, al contrario Mannesmann AG, era maggiormente radicata in Germania e concentrava i propri sforzi sul mercato continentale piuttosto che sul mercato globale.

L'integrazione post-fusione andava, quindi, a comprendere sia l'aspetto di governance dell'impresa, per riuscire nell'integrazione delle due culture, e sia quello strategico. Dal punto di vista della governance, Vodafone, dalla chiusura dell'operazione in poi, si era impegnata ad integrare le competenze e la cultura aziendale di Mannesmann, istituendo un comitato di integrazione con membri di entrambe le società, facendo entrare nel Consiglio di amministrazione 5 membri di Mannesmann e conferendo la carica di direttore esecutivo all'A.D. della società tedesca Klaus Esser. Così facendo, veniva assicurata la cooperazione tra i management di entrambe le società, incentivando l'integrazione culturale.

In riferimento all'aspetto strategico dell'integrazione, Vodafone AirTouch ha deciso di mantenere tutte le strutture e le attività di Mannesmann presenti nell'area di Düsseldorf, inoltre venne stabilito di integrare e sviluppare le attività di tele-commerce in tutta Europa, grazie alle risorse della società target.

4.1.4 Fattori esterni

Lo scenario economico globale si trovava nel mezzo della sesta ondata di fusioni. La globalizzazione continuava la sua avanzata verso la creazione di un'economia globale la quale incentivava l'apporto di flussi di capitali, beni e servizi tra diversi paesi.

L'avvento delle nuove tecnologie, che proprio negli anni '90 iniziarono il loro sviluppo esponenziale, favorì il settore di competenza di Vodafone, la quale aveva insita nella loro cultura, come accennavo in precedenza, l'innovazione

tecnologica. L'avvento di Internet e delle tecnologie dell'informazione concesse alle nuove società un nuovo modo di operare, aprendo nuove opportunità e aumentando l'efficienza di determinate operazioni strategiche e operative.

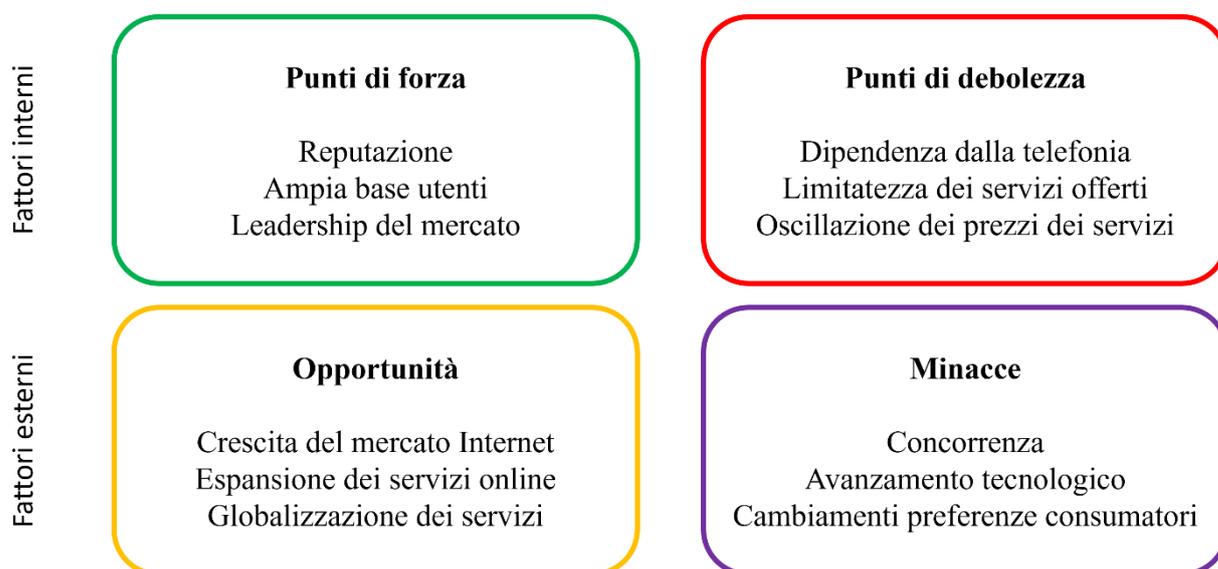
Altro fattore esterno da considerare, in particolare per questo caso, è l'entrata in vigore dell'euro, la quale ha permesso una maggiore integrazione economica tra i paesi europei, facilitando gli scambi di risorse ed eliminando i costi di transazione. Inoltre, come già ampiamente descritto nelle sezioni riguardanti le ondate di fusione, il boom economico di questi anni portò ad una riduzione dei tassi di interesse per i finanziamenti, consentendo un accesso al debito meno dispendioso.

Tuttavia, nonostante lo scoppio della bolla delle Dot.com pochi anni dopo l'operazione, l'azienda è riuscita a contrastare la crisi, anche grazie alla corretta strategia di integrazione descritta nel paragrafo precedente.

4.2 Analisi di un caso di insuccesso: America Online-Time Warner

4.2.1 Visione strategica e fit

America Online è stata la più famosa azienda offrente servizi di accesso ad Internet negli anni '90 in America. Questa società rese l'accesso al web più semplice anche per utenti non esperti, offrendo una piattaforma più intuitiva e facilmente utilizzabile.



Come si può notare dall'analisi SWOT di cui sopra, AOL si trovava in una condizione complessa, in quanto essa aveva la necessità di mantenere la sua posizione di leader continuando però a dover fronteggiare la concorrenza e i continui cambiamenti all'interno del mercato di riferimento.

Time Warner, al contrario, risultava avere una situazione più stabile rispetto alla controparte nell'operazione, come si può evincere dalla seguente analisi SWOT:



La fusione tra America Online (AOL) e Time Warner (TW) diede vita alla più grande società integrata verticalmente al mondo. AOL, essendo uno dei più grandi distributori di servizi internet, disponeva delle capacità necessarie per la distribuzione di contenuti multimediali, dall'altro lato Time Warner era uno dei più grandi distributori globali dei contenuti multimediali precedentemente citati, e apparve ovvio la potenziale creazione di sinergie che sarebbero scaturite dalla fusione delle due società. Infatti, AOL era provvista di credibilità e della forte presenza del suo marchio su suolo americano, ma essa non disponeva delle infrastrutture necessarie per la distribuzione dei suoi servizi, risorsa posseduta da Time Warner, che in qualità di maggiore fornitore di servizi via cavo, poteva permettere ad America Online una distribuzione più rapida e meno dispendiosa. D'altro canto, Time Warner, fondendosi con AOL, mirava a distribuire in maniera più efficiente i propri servizi online, andando a creare una società per la distribuzione di contenuti a banda larga. AOL, grazie alla fusione, ha ottenuto un percorso più diretto per le trasmissioni a banda larga, dal momento che TW forniva il 20% dei mercati statunitensi. Sulla sponda Time Warner, invece, era

stata completata la trasformazione digitale progettata dalla società per l'avvento di Internet.

4.2.2 Integrazione post-operazione

Nonostante le buone prospettive di successo dell'operazione, essa si dimostrò un fallimento per via, principalmente, della mancata materializzazione delle sinergie.

La ragione più significativa del fallimento della fusione è stata la creazione di una sinergia finanziaria negativa. Negli anni che vanno dal 1996 al 2001, il prezzo delle azioni di America Online aveva subito un aumento del 1468%³², dovuto per lo più alla bolla delle *Dot.com*. Quando nel 2001 la bolla scoppiò, il valore di AOL scese drasticamente, arrivando a toccare i 78 miliardi di dollari rispetto ai 165 dichiarati all'annuncio della fusione. Nel 2009 con la crisi dei mutui sub-prime il valore di AOL si attestava intorno ai 5,7 miliardi di dollari, la quale fu scorporata nello stesso anno da Time Warner.

All'interno della società combinata si generarono faide per ricoprire i ruoli gerarchicamente più importanti; basti pensare che il ruolo di direttore finanziario fu ricoperto da quattro persone nell'arco di tre anni.

Sorsero ulteriori problemi di integrazione post-fusione: primo fra tutti il problema della non riuscita del posizionamento di America Online come principale fornitore globale di servizi ad alta velocità. I concorrenti di TW, però, si dimostrarono ostili e cominciarono ad offrire vantaggi ai propri abbonati rispetto a quelli proposti dalle società oggetto del capitolo. Ulteriore problema fu la mancata creazione di un modello di business diretto al mercato della telefonia internet che stava prendendo sempre più piede in quegli anni.

La fusione si rivelò fallimentare tanto che nel 2002 le società subirono perdite totali per un valore di 99 miliardi di dollari, nel 2003 la Time Warner dovette rimuovere il nome di AOL dalla propria dicitura e, a detta del CEO di TW, Jeff Bewkes, la fusione fu *“il più grande fallimento della storia aziendale”*³³.

³² Kumar, B. R. (2018a). American Online: Time Warner merger and other restructuring. In *Management for professionals* (pp. 31–43).

³³ Kumar, B. R. (2018a). American Online: Time Warner merger and other restructuring. In *Management for professionals* (pp. 31–43).

Le differenze culturali erano una delle sfide maggiori per l'integrazione: AOL era una società che aveva come *core business* l'offerta di servizi online, mentre TW era concentrata sull'offerta di servizi tradizionali, e questo contesto risultò complesso per la combinazione delle operazioni societarie.

A differenza del caso precedente, lo scoppio della bolla delle Dot.com mise in seria difficoltà la nuova entità, non essendo essa riuscita a controbilanciare gli effetti negativi della crisi con la visione strategica progettata.

4.3 Un caso recente: Wind-Tre

4.3.1 Visione strategica e fit

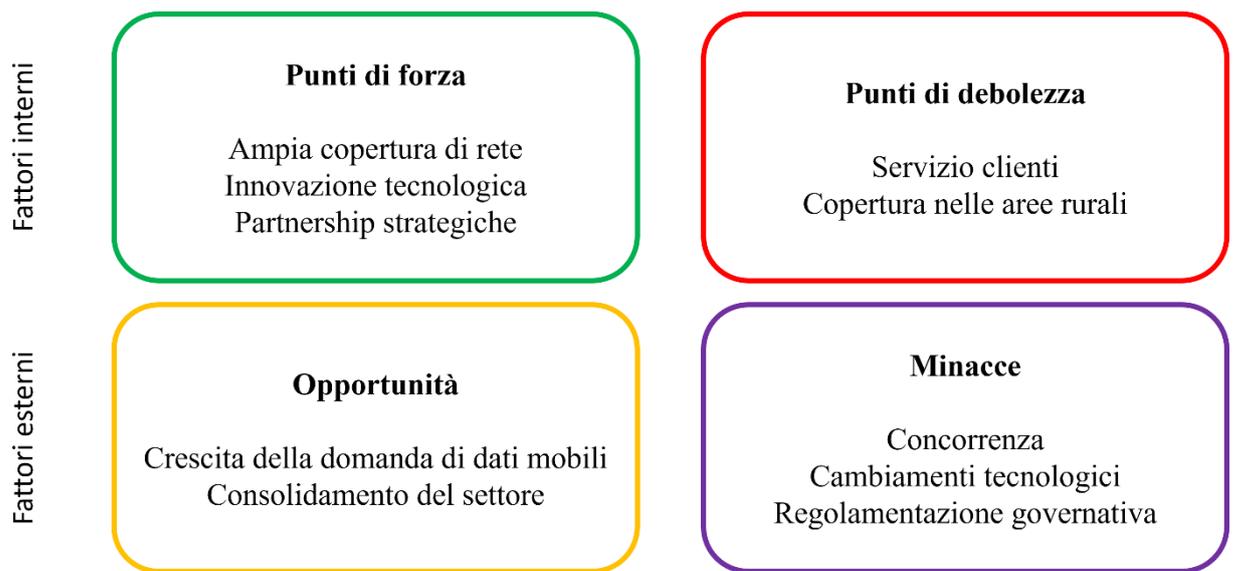
La fusione tra Wind e Tre, due delle principali compagnie di telecomunicazioni in Italia, è stata un evento molto significativo nel settore delle M&A (fusioni e acquisizioni).

La fusione, avvenuta nel 2016, ha creato un gigante delle telecomunicazioni in Italia, con una quota di mercato significativa e una vasta infrastruttura di reti e servizi. La nuova entità creata dalla fusione è stata denominata Wind Tre.

L'analisi SWOT di Wind da me ponderata è la seguente:



Come nei casi precedenti, di seguito andrò a stilare l'analisi SWOT per la società Tre, controparte nell'operazione:



La visione strategica dietro la fusione è, certamente, l'acquisizione della dimensione e dell'efficienza necessaria per continuare ad offrire servizi telecomunicativi competitivi e continuare a concorrere sul mercato italiano. Quindi l'obiettivo primario della fusione era quello di accrescere la presenza sul mercato e ridurre la concorrenza, in quanto le società prima dell'operazione concorrevano sullo stesso mercato.

4.3.2 Integrazione post-operazione

Centrale per la strategia di integrazione post-fusione, come si può evincere dall'analisi SWOT di cui sopra, era lo sviluppo delle infrastrutture di rete: entrambe le società non possedevano le infrastrutture necessarie per garantire ai clienti una copertura su tutto il territorio italiano, lasciando così "scoperte" alcune zone, soprattutto quelle rurali, il che faceva convergere i potenziali clienti verso i concorrenti; vennero programmati a tal proposito circa 6 miliardi di euro per lo sviluppo delle infrastrutture. La strategia comprendeva quindi la condivisione delle risorse tecnologiche e infrastrutturali al fine di creare sinergie adeguate allo sviluppo del business.

Altra strategia chiave per il successo dell'operazione fu quella dell'integrazione tra le risorse umane, al fine di garantire uno scambio culturale efficace: la fusione ha portato ad una riorganizzazione delle risorse umane necessaria, come in tutte le operazioni fra grandi aziende, e per affrontare la sfida riguardante i dipendenti le società integrarono i dipendenti di ciascuna sotto un'unica

compagnia. Da considerare anche l'attenzione verso i c.d. "talenti", dei quali la società ha minimizzato la fuga creando programmi come il "Talent Caring Program". Infine, per garantire maggiormente l'integrazione tra le due culture, come accennavo nel paragrafo 3.4, i membri del CDA erano composti per metà da membri del CDA di Wind, e per metà dai membri di Tre.

4.3.3 Fattori esterni

Differentemente dai casi precedenti, la situazione in Europa negli anni della fusione Wind-Tre non era in corrispondenza di un boom economico, ma era in corrispondenza di una fase di ripresa in seguito alla crisi del 2008. La Banca Centrale Europea negli anni che vanno dal 2013 al 2015 adottò una politica di stimolo monetario per favorire la ripresa dell'economia, con i tagli ai tassi di interesse e programmi per l'acquisto di asset.

Il settore TLC, al contrario di quanto si potesse pensare, fu influenzato da diverse tendenze e sviluppi significativi in materia di sviluppo tecnologico: la crescita della banda larga per l'ottenimento di connessioni internet sempre più veloci incentivò lo sviluppo di nuove tecnologie e, appunto, in quegli anni vennero implementate le reti mobili 3G e 4G, le quali favorirono a loro volta investimenti significati sulla tecnologia 5G, che sarebbe poi stata rilasciata nel 2019; dal lato regolamentativo, l'Unione Europea nel 2014 introdusse normative per la riduzione dei costi del roaming all'interno dei propri confini; gli operatori iniziarono ad offrire ai propri clienti pacchetti di servizi integrati con connessione a Internet e servizi televisivi, al fine di aumentare il valore per il cliente e ampliare le proprie offerte.

Conclusione

Nel corso della storia, le operazioni di fusione e acquisizione hanno subito una forte crescita esponenziale dagli inizi del secolo scorso sino ad oggi e, con molta probabilità, continuerà a crescere nel corso del tempo.

Le strategie legate alla persecuzione di operazioni di M&A hanno subito variazioni nel corso degli anni: se agli inizi dello sviluppo del fenomeno esse erano per lo più guidate dalle mire espansionistiche dei grandi imprenditori, i quali ambivano alla creazione di monopoli per il dominio dell'economia, con lo scorrere del tempo esse sono diventate strumenti per l'ottenimento di sinergie di ricavo e di costo. Infatti, come si può osservare dalla *literature review*, i driver che hanno guidato tali operazioni nelle prime due ondate erano per lo più orientati alla creazione di monopoli, per poi passare alla ricerca di nuovi settori per diversificare (nella terza e quarta ondata si avranno per lo più operazioni conglomerali), in seguito l'attenzione è stata posta sulla ricerca di sinergie di costi e ricavi che ha caratterizzato la quinta e sesta ondata, periodo nel quale sono state privilegiate operazioni *cross-border*, grazie al crescente fenomeno della globalizzazione, e di integrazioni verticali, caratteristica prolungatasi anche in quella che viene definita settima ondata.

Tuttavia, i driver precedentemente citati non indicano sempre la riuscita dell'operazione: la fusione, o acquisizione che sia, richiede delle condizioni di successo che devono essere rispettate per la sua riuscita, in maniera quasi indipendente rispetto ai driver dalla quale è guidata.

Le condizioni di successo delle M&A sulla quale ho voluto porre l'attenzione sono la visione strategica e il fit, l'integrazione post-operazione e i fattori esterni, escludendo la struttura dell'affare, la due diligence e la pianificazione pre-fusione, in quanto queste ultime possono essere incorporate nelle variabili analizzate nel dettaglio.

Il cuore della ricerca è la descrizione dei due filoni principali che argomentano le operazioni di fusioni e acquisizioni: la teoria neoclassica e la teoria comportamentale. Nella prima di queste teorie le determinanti sono per lo più esterne all'ambiente organizzativo, e riguardano in particolare il mercato nella quale le aziende operano, che siano esse *buyer* o *target*; nella seconda teoria le determinanti sono da riscontrare all'interno dei confini organizzativi, prendendo in considerazione, ad es., il comportamento dei manager.

Negli ultimi due capitoli dell'elaborato sono stati presi in esame tre casi aziendali per giungere alla conclusione seguente:

l'indice di successo della realizzazione delle operazioni straordinarie è evidentemente determinato dalla contingenza tra le condizioni economico-finanziarie di un intervallo temporale e la capacità e realizzazione di aumento di valore delle aziende che ne beneficiano, a patto che la fase di integrazione post-fusione sia strutturata e portata a conclusione nel modo più efficace possibile, tenendo in considerazione sia i fattori economici e sinergici, come lo sviluppo del settore e il *fit* strategico tra le imprese, sia fattori come la cultura aziendale.

I fattori esogeni per le fusioni e acquisizioni risultano di vitale importanza per la riuscita di tali operazioni, essendo le società parti comprese in un sistema più grande esse sono influenzabili dall'ambiente economico che le circonda, capace di impattare sulla performance attraverso, ad esempio, situazioni prospere dell'economia o anche, a livello maggiormente operativo, la variazione delle preferenze dei consumatori, capaci anche quest'ultime di influenzare la riuscita delle operazioni, come si può notare dal caso America Online-Time Warner, la quale aveva tutte le caratteristiche per dimostrarsi un'operazione di successo ma, oltre alle problematiche interne come la non riuscita delle strategie di integrazione, si è aggiunta anche la il fattore preferenze della clientela. In sostanza, si può considerare la situazione favorevole o sfavorevole dell'*industry* come un primo dato da analizzare per cominciare a progettare un'operazione straordinaria. Come si può evincere anche dalle ricerche citate nel corso dell'elaborato, i settori di mercato che registrano il maggior numero di operazioni sono quelli che affrontano una fase di sviluppo significativa, infatti il settore TLC, da me preso in analisi, è il settore che ha riscontrato il maggior numero di M&A negli ultimi anni, in quanto questo settore è stato continuamente influenzato dalle nuove tecnologie che ne hanno permesso il progresso e lo sviluppo.

La risposta alla domanda formulata nell'introduzione è, perciò, la seguente: i fattori esogeni come un boom economico, che porta una maggiore liquidità di capitale da investire, o lo sviluppo di un settore sono condizioni necessarie ma non sufficienti per il successo di un'operazione di M&A. Se confrontiamo i casi di Vodafone-Mannesmann e America Online-Time Warner, queste operazioni si svolte nello stesso arco temporale in un ambiente influenzato dalla bolla delle

Dot.com ma hanno portato a conclusioni diverse in quanto la prima operazione è stata un successo grazie all'integrazione post-operazione attuata dalle società, mentre la seconda è considerata ancora oggi uno dei più grandi fallimenti di fusione aziendale di questo secolo, causato dall'attuazione di strategie di integrazione errate considerando le due società. Come si può notare anche dal confronto con il caso Wind-Tre, ancora ad oggi le condizioni di successo valgono come agli inizi del XX secolo: in un periodo di ripresa dell'economia globale, quindi non un periodo di boom economico ma comunque favorevole per via dei cambiamenti che stavano avvenendo nel contesto economico globale, Wind e Tre hanno adottato le strategie corrette per attuare efficacemente una corretta integrazione.

Bibliografia

- Arikan, A. M., & Stulz, R. M. (2016). Corporate acquisitions, diversification, and the firm's life cycle. *The Journal of Finance*, 71(1), 139–194.
- Bauer, F., Dao, M. A., Matzler, K., & Tarba, S. Y. (2017). How Industry Lifecycle Sets Boundary Conditions for M&A Integration. *Long Range Planning*, 50(4), 501–517.
- Bhuyan, S. (2001). IMPACT OF VERTICAL MERGERS ON FOOD INDUSTRY PROFITABILITY: AN EMPIRICAL EVALUATION. *RePEc: Research Papers in Economics*.
- Cho, S., & Chung, C. Y. (2022). Review of the literature on merger waves. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(10), 432.
- Devos, E., Kadapakkam, P. R., & Krishnamurthy, S. (2008). How do mergers create value? A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements as explanations for synergies. *Review of Financial Studies*, 22(3), 1179–1211.
- Epstein, M. J. (2005a). The determinants and evaluation of merger success. *Business Horizons*, 48(1), 37–46.
- Epstein, M. J. (2005b). The determinants and evaluation of merger success. *Business Horizons*, 48(1), 37–46.
- Ficery, K., Herd, T., & Pursche, B. (2007). Where has all the synergy gone? The M&A puzzle. *Journal of Business Strategy*, 28(5), 29–35.
- Flanagan, D. J., & O'Shaughnessy, K. C. (2003). Core-related acquisitions, multiple bidders and tender offer premiums. *Journal of Business Research*, 56(8), 573–585.

- Fontana, F., & Boccardelli, P. (2015). *Corporate strategy. Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita.*
- Gugler, K., Mueller, D. C., & Weichselbaumer, M. (2012). The determinants of merger waves: An international perspective. *International Journal of Industrial Organization*, 30(1), 1–15.
- Harford, J. (2005). What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*, 77(3), 529–560.
- Kedia, S., Ravid, S. A., & Pons, V. (2011). When do vertical mergers create value? *Financial Management*, 40(4), 845–877.
- Koumou, G. B. (2020). Diversification and portfolio theory: a review. *Financial Markets and Portfolio Management*, 34(3), 267–312.
- Kumar, B. R. (2018a). American Online: Time Warner merger and other restructuring. In *Management for professionals* (pp. 31–43).
- Kumar, B. R. (2018b). Vodafone acquisition of Mannesmann. In *Management for professionals*.
- La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese.* (n.d.). Google Books.
- Maksimovic, V., & Phillips, G. (2001). The market for corporate assets: who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains? *Journal of Finance*, 56(6), 2019–2065.
- Malik, M. F., Anuar, M. A., Khan, S., & Khan, F. (2014). Mergers and Acquisitions: A Conceptual Review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 1(1), 520.

NOTE e DISCUSSIONI: ALCUNE CONSIDERAZIONI SUL FENOMENO DI “MERGER & ACQUISITION” on JSTOR.

- Rozen-Bakher, Z. (2017). Comparison of merger and acquisition (M&A) success in horizontal, vertical and conglomerate M&As: industry sector vs. services sector. *Service Industries Journal*, 38(7–8), 492–518.
- Schweizer, L., Wang, L., Koscher, E. M. K., & Michaelis, B. (2022). Experiential learning, M&A performance, and post-acquisition integration strategy: A meta-analysis. *Long Range Planning*, 55(6), 102212.
- Signori, A., & Vismara, S. (2018). M&A synergies and trends in IPOs. *Technological Forecasting and Social Change*, 127, 141–153.
- Vella, F., & Bosi, G. (2015). Diritto ed economia delle società. In *Il Mulino eBooks* (pp. 1–434).
- Vinogradova, V. (2021). Capital markets and performance of strategic corporate M&A – an investigation of value drivers. *European Journal of Management and Business Economics*, 30(3), 357–385.
- Zirger, B. (1997). The influence of development experience and product innovativeness on product outcome. *Technology Analysis & Strategic Management*, 9(3), 287–297.