

M&A come strategia di ristrutturazione
aziendale: analisi di casi di successo e fallimento

Prof. Boccardelli Paolo

RELATORE

Prof. Peruffo Enzo

CORRELATORE

Riccio Francesco Matr. 751141

CANDIDATO

Sommario

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1: LA RISTRUTTURAZIONE D'IMPRESA	5
1.1 Cenni introduttivi	5
1.2 Le ristrutturazioni organizzative	6
1.3 Le ristrutturazioni finanziarie	9
1.4 Le ristrutturazioni di portafoglio	13
1.4.1 Strategie di disinvestimento	14
1.4.2 Le operazioni di Merger and Acquisition	23
CAPITOLO 2: LE OPERAZIONI DI M&A	25
2.1 Forme di acquisizione e terminologia chiave	25
2.2 Differenti tipologie di M&A	29
2.3 Basi teoriche e M&A Waves	30
2.4 Ultimi trend e previsioni per il 2024	36
2.4.1 Focus sul mercato Europeo	38
2.4.2 Scenario italiano	40
2.5 Processo delle operazioni di M&A	42
2.5.1 Fase 1: pianificazione strategica	43
2.5.2 Fase 2: Negoziazione, due diligence, agreement	44
2.5.3 Fase 3: integrazione post acquisizione	46
2.6 Fattori per un M&A di successo	48
2.7 Fattori di fallimento per un M&A	55
2.8 Le sinergie potenziali	56
2.8.1 Le sinergie operative	57
2.8.2 Le sinergie finanziarie	58
2.8.3 Le sinergie commerciali	58
2.8.4 Le sinergie organizzative e culturali	59
CAPITOLO 3: ANALISI EMPIRICA	60
3.1 Metodologia e criteri di selezione dei casi	61
3.2 Caso 1: acquisizione Pfizer – Wyeth	63
3.2.1 Le due aziende	63
3.2.2 Descrizione dell'operazione	65
3.2.3 Analisi degli indicatori di performance	67
3.3 Caso 2: acquisizione Perrigo – Omega Pharma	73
3.3.1 Le due aziende	73
3.3.2 Descrizione dell'operazione	74

3.3.3 Analisi degli indicatori di performance	76
4. CONCLUSIONE	82
4.1 Limiti del modello	84
4.2 Prospettive future	85
5. ALLEGATI STRUMENTALI ALL'ANALISI	86
6. BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	88

INTRODUZIONE

Nel panorama aziendale globale, la ristrutturazione d'impresa e le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) rappresentano strumenti cruciali per affrontare le sfide in costante evoluzione e capitalizzare sulle opportunità emergenti. La presente tesi si propone di esplorare in dettaglio questi aspetti tra loro interconnessi, contribuendo a una comprensione più approfondita di come le imprese gestiscano il cambiamento e il progresso nel contesto aziendale contemporaneo. Il nostro percorso attraverso questa tesi sarà suddiviso in quattro capitoli, ognuno dei quali getta luce su aspetti specifici di questo affascinante mondo aziendale in costante trasformazione. Nel primo capitolo, ci immergeremo nei concetti fondamentali relativi alla ristrutturazione d'impresa, comprendendo le ragioni che la motivano e i diversi tipi di ristrutturazione disponibili. Questo ci fornirà un quadro generale su come le imprese affrontano cambiamenti nei mercati, sviluppi tecnologici e pressioni competitive, allineando la loro strategia alle sfide del presente e del futuro. Il secondo capitolo, dedicato alle operazioni di M&A, sarà un'indagine approfondita su questo processo così complesso. Esamineremo le ragioni sottostanti a tali transazioni, gli approcci utilizzati e le sfide comuni che possono sorgere. Cercheremo quindi di capire come le operazioni di M&A si inseriscono nel contesto più ampio della ristrutturazione d'impresa e come contribuiscono a realizzare gli obiettivi strategici. Esploreremo, quindi, le tendenze attuali e future delle operazioni di M&A, sia nel contesto mondiale che in un approfondimento del mercato italiano, tenendo conto di fattori quali tecnologia, sostenibilità e cambiamenti nelle dinamiche globali. Questa parte della tesi metterà in evidenza come le imprese si adattano a un mondo in continua trasformazione, cogliendo opportunità e navigando tra le crescenti sfide degli ultimi anni. Infine, nel capitolo terzo, metteremo in pratica quanto appreso attraverso lo studio di casi pratici. Analizzeremo operazioni di M&A sia di successo che fallimentari, esaminando i fattori chiave che hanno contribuito a tali esiti. Questi casi rappresenteranno un'applicazione concreta delle teorie e delle tendenze discusse nei capitoli precedenti, offrendo una visione chiara di come le strategie di ristrutturazione aziendale si traducano nella realtà operativa. Questa tesi di laurea offre una panoramica completa delle strategie di ristrutturazione d'impresa, con un focus particolare sulle operazioni di M&A e sulle loro dinamiche in un mondo in rapida evoluzione. Attraverso il nostro viaggio, speriamo di contribuire alla conoscenza di questi temi fondamentali, essenziali per il successo delle imprese moderne, in un documento che rappresenti un pilastro di ricerca e comprensione del mondo degli affari.

1.1 Cenni introduttivi

La ristrutturazione aziendale emerge come un elemento cruciale nella dinamica organizzativa delle imprese, considerata spesso un adattamento indispensabile per mantenere la competitività in un mercato in continua evoluzione. Questo complesso processo, in base alle sopraggiunte necessità o agli obiettivi che si vogliono ottenere, coinvolge una serie di cambiamenti significativi, dalla ridefinizione delle strategie aziendali alla riorganizzazione delle risorse e delle strutture; invero le motivazioni che possono risiedere alla base delle ristrutturazioni sono molteplici, spaziando dalla riduzione dei costi operativi, che può comportare la razionalizzazione delle operazioni, la riduzione del personale o la rinegoziazione dei contratti con i fornitori, al fine di migliorare la redditività complessiva dell'azienda, fino ad essere inteso come strumento imprenditoriale che mira a ottimizzare l'efficienza attraverso la ricerca di nuove tecnologie, la semplificazione delle catene decisionali e la ridefinizione dei processi aziendali. Ad ogni modo, obiettivo comune è il mantenimento, se non l'aumento, della profittabilità, spingendo le aziende a identificare e sfruttare opportunità di crescita, rafforzare le aree di business di successo e uscire da settori meno redditizi. Per affrontare con successo questo processo, una valutazione dettagliata degli attivi aziendali si rivela fondamentale, difatti tale valutazione non solo aiuta a determinare le aree necessarie di cambiamento, ma anche a identificare le risorse più preziose, diventando quindi leverage points per la ristrutturazione stessa. Va sottolineato che non esiste una formula unica per la ristrutturazione aziendale, poiché le esigenze variano da un'azienda all'altra; tuttavia, alcune strategie comuni includono la diversificazione, la concentrazione su attività chiave, la cessione di divisioni non redditizie e l'espansione verso nuovi mercati. Il processo di ristrutturazione rappresenta quindi un complesso mix di trasformazioni organizzative, finanziarie e operative, e di portafoglio, implicando numerosi rischi, ma rivelandosi vitale per il miglioramento complessivo della produttività e la qualità dei prodotti e servizi offerti dalla società in questione, nonché, talvolta, per la sopravvivenza della stessa. In situazioni di grave crisi economica, infatti, la ristrutturazione diventa una tattica estrema, coinvolgendo la rinegoziazione del debito e la vendita di attività non essenziali per preservare la stabilità finanziaria e garantire la continuità operativa. In definitiva, la ristrutturazione aziendale si configura come un'opportunità complessa e impegnativa che richiede una pianificazione attenta e una comprensione approfondita dell'azienda e del mercato in cui opera; rappresenta un mezzo per ridefinire e

rafforzare la posizione competitiva dell'azienda, facendo adattare la stessa alle mutevoli esigenze del mondo degli affari.

1.2 Le ristrutturazioni organizzative

La ristrutturazione organizzativa aziendale è un processo attraverso il quale un'impresa apporta significative modifiche alla propria struttura organizzativa, ai processi interni o ad altri elementi chiave al fine di migliorare le performance, adattarsi a nuove condizioni di mercato, aumentare l'efficienza o affrontare sfide specifiche per preservare l'operatività dell'impresa stessa. Una varietà di motivazioni può essere alla base della ristrutturazione organizzativa e quindi della modifica dell'assetto aziendale, compresi i mutamenti nell'ambiente societario, le evoluzioni nelle richieste dei clienti, i progressi tecnologici e le modifiche nella leadership o nella proprietà. L'obiettivo sotteso a tale riorganizzazione è quello di ridurre la complessità aziendale, soprattutto attraverso l'abbattimento dei costi gestionali e di struttura, per così mirare alla creazione di un'organizzazione più agile ed efficiente, capace di rispondere con prontezza alle mutevoli condizioni del contesto in cui opera. È proprio relativamente a quest'ultimo concetto che, a partire dagli anni Ottanta, si sono susseguite una serie di "rivoluzioni cognitive le quali hanno inevitabilmente condotto a una rivoluzione organizzativa" (Pianificazione e controllo di gestione p.118), con ciò intendendosi la nascita del Lean Management e il conseguente processo che ha portato molte imprese ad andare incontro a una riorganizzazione del proprio assetto aziendale, per renderlo capace nel poter soddisfare le esigenze che il nuovo contesto competitivo stava facendo emergere. Le modalità attraverso cui è possibile attuare una ristrutturazione organizzativa sono varie, di cui le principali sono le seguenti:

- **Downsizing della forza lavoro:** la riduzione del personale è il processo di riduzione del numero di dipendenti all'interno di un'organizzazione, il quale può essere attuato mediante licenziamenti o programmi di pensionamento volontario. La riduzione del personale è generalmente intrapresa quando un'organizzazione si trova di fronte a difficoltà finanziarie tali per cui è necessario un taglio dei costi interni, o quando deve ottimizzare le sue operazioni per rimanere competitiva e conservare una certa efficienza operativa. Un aspetto di particolare rilevanza quando si affronta un processo di riduzione della forza lavoro riguarda il dovere, per l'azienda, di valutare vari elementi, tra cui le attuali necessità e prospettive future dell'impresa, le competenze e l'esperienza dei dipendenti rimasti, e l'impatto che tali cambiamenti avranno sul morale aziendale. Se non viene gestito con precisione, il ridimensionamento può generare effetti negativi sia

per i dipendenti che lasciano l'azienda sia per quelli che rimangono. Alcuni studi empirici hanno suggerito che il ridimensionamento abbia realmente effetti positivi sulla redditività post-ridimensionamento (Bruton, Keels, & Shook, 1996), mentre altri studi hanno mostrato una scarsa influenza del ridimensionamento sui profitti o sulle possibilità di inversione finanziaria (Mueller & Freeman, 1998). Un altro studio ancora ha invece concluso che i licenziamenti possano avere impatti negativi a breve termine sui rendimenti contabili (De Meuse, Vanderheiden, & Bergmann, 1994): a sostegno della loro tesi gli autori analizzano una serie di considerazioni; la prima ragione che risiede alla base della loro convinzione riguarda proprio i cosiddetti costi di licenziamento, ossia tutti quei costi immediati associati alle indennità di licenziamento o alle eventuali liquidazioni. Proseguono l'analisi ricordando che, specialmente durante operazioni di ristrutturazione di questo genere, l'azienda potrebbe sperimentare un periodo di disservizio operativo temporaneo; infatti, la riduzione del personale potrebbe portare a una diminuzione dell'efficienza e della produttività durante tutto il periodo in cui i dipendenti rimasti si adattano alle nuove dinamiche di lavoro. Questo può certamente riflettersi in maniera negativa nei risultati finanziari. Inoltre, studi su ampie campionature hanno indicato un effetto "generalmente negativo degli annunci di licenziamento sui valori patrimoniali corretti dal mercato" (Franz, Crawford, & Dwyer, 1998); questo perché gli investitori e il mercato possono reagire negativamente ai licenziamenti, specie se interpretati come segnale di difficoltà finanziarie o instabilità organizzativa, e tale reazione può tradursi in una diminuzione del valore delle azioni e influenzare i rendimenti contabili. Le eccezioni a questa regolarità sono i licenziamenti formulati come eventi di ristrutturazione per il consolidamento, e le riduzioni della forza lavoro associate a programmi di pensionamento anticipato (Worrell et al., 1991).

- Modifica dei sistemi e dei processi aziendali: questa forma di ristrutturazione interna comprende una serie di cambiamenti gestionali e/o strutturali. Una riorganizzazione di tale genere è quella che comporta una ridefinizione sia dei processi aziendali esistenti per renderli più efficienti o allineati agli obiettivi aziendali, sia dei sistemi dell'organizzazione, a livello di dipartimenti e divisioni di cui l'impresa si compone, comportando la ridefinizione dei ruoli e delle responsabilità dei dipendenti, la creazione di nuovi dipartimenti o l'eliminazione di quelli esistenti, in modo da ottimizzare l'efficienza e ridurre eventuali sovrapposizioni. Una tale riorganizzazione è spesso accompagnata anche da una modifica delle gerarchie o la creazione di nuove posizioni di leadership, e ciò spesso si traduce in un cambiamento nel modo in cui i dipendenti

riportano ai loro manager, talvolta con la creazione di nuove linee di reporting. Questo può essere fatto per migliorare la comunicazione, razionalizzare la presa di decisioni e creare un'organizzazione più efficiente. Questo tipo di ristrutturazione può includere l'implementazione di nuovi sistemi tecnologici o l'adozione di nuove metodologie di lavoro, ed è generalmente attuata per adattare l'organizzazione alle mutevoli condizioni di mercato o per capitalizzare su nuove prospettive. La tecnologia innovativa è diventata difatti una delle ragioni alla base della ristrutturazione organizzativa negli ultimi anni: con i rapidi progressi nella tecnologia digitale, le organizzazioni hanno dovuto adattarsi rapidamente a un tale sviluppo e ristrutturarsi per rimanere competitive e mantenere la rilevanza sul mercato. Ad esempio, molte aziende stanno ora cercando di sfruttare le tecnologie emergenti come l'intelligenza artificiale (IA), l'apprendimento automatico (ML) e l'automazione al fine di razionalizzare le operazioni e aumentare l'efficienza. A tal fine, le organizzazioni devono certamente ristrutturarsi per adattarsi al nuovo contesto altamente tecnologico.

Come hanno evidenziato Bowman e Singh in un loro studio del 1993 e Bowman et al. In un altro lavoro del 1999, le conseguenze “volute” della riorganizzazione includono generalmente risultati come il miglioramento della produttività, la riduzione dei costi, l'incremento del valore per gli azionisti o un migliore allineamento dell'organizzazione con un ambiente in costante evoluzione. La ricerca empirica che valuta se le organizzazioni raggiungano effettivamente questi risultati ricercati attraverso una ristrutturazione organizzativa è finora relativamente limitata, ma quella esistente indica una mancanza di consenso sulla questione. Ad esempio, gli stessi autori di cui sopra hanno citato diverse presentazioni di dirigenti di alto livello che suggerivano effetti positivi della riorganizzazione sul reddito e sul valore per gli azionisti nelle loro aziende, ma anche potenziali effetti fortemente negativi se la riorganizzazione fosse stata implementata in modo scorretto. Infatti, Bowman e Singh sostengono che la ristrutturazione organizzativa porti a una biforcazione, o divario, tra le cognizioni dei dirigenti di alto livello e quelle dei loro subordinati; in particolare, mentre i dirigenti di alto livello percepiscono la ristrutturazione come una fonte di “ordine cognitivo”, i loro subordinati la vivono come una fonte di “disordine cognitivo” in quanto apre e innesca nuove opzioni per implementare i processi aziendali su cui i dipendenti si dovranno basare per svolgere il loro lavoro. La riorganizzazione aziendale infatti è probabile che disturbi il corretto funzionamento di questi processi, sia riorganizzando i componenti dei processi stessi, sia eliminando certi elementi tramite la riduzione del personale; sebbene ciò possa portare a dei benefici di lungo termine per

l'organizzazione, facilitando il cambiamento tecnologico e aumentando la flessibilità, è improbabile che ciò sia percepito come un generatore di ordine da parte dei manager intermedi e degli operatori di prima linea. Nel breve termine, almeno, i cambiamenti nei processi aziendali attraverso la ristrutturazione tenderanno ad essere generatori di disordine per questi individui, poiché tali cambiamenti sollevano nuovamente la questione, precedentemente risolta, su come svolgere il lavoro in modo affidabile. Diventa quindi cruciale per le aziende adottare una serie di pratiche e approcci volti ad attenuare questa “biforcazione”, ossia necessari per cercare di evitare le cosiddette “unanticipated consequences”, tra cui: l’instaurazione di una comunicazione chiara e tempestiva lungo tutte le linee di reporting, riguardo le ragioni, le modalità e gli obiettivi della ristrutturazione, in modo da coinvolgere per quanto possibile i dipendenti nei processi decisionali, permettendogli sia di porre domande e preoccupazioni, sia di contribuire alle soluzioni e comprendere le decisioni prese. Un altro aspetto di rilevante importanza riguardo la gestione del cambiamento è quello di mantenere un focus sulla cultura aziendale positiva, promuovendo valori come la fiducia e la collaborazione durante tutto il processo di ristrutturazione, per arrivare infine ad una valutazione continua dell’impatto che la riorganizzazione sta avendo sulla struttura societaria in modo persino da poter adattare le strategie in base ai feedback dei dipendenti e alle dinamiche organizzative emergenti.

1.3 Le ristrutturazioni finanziarie

La ristrutturazione finanziaria è un processo mediante il quale un'azienda modifica la sua struttura del capitale al fine di migliorare la situazione economica e finanziaria complessiva, ovvero consiste in una riorganizzazione degli attivi e dei passivi della società in linea con le esigenze di flusso di cassa della stessa. Un’operazione del genere mira, nell’immediato, a quella che viene definita una ristrutturazione del debito, vale a dire ha l’obiettivo primario di assicurare la sopravvivenza dell’impresa e la sua continuità gestionale attraverso un processo che coinvolge generalmente la rinegoziazione dei debiti esistenti, sia da un punto di vista temporale – mediante cioè il prolungamento dei termini entro cui l’azienda deve onorare le obbligazioni di pagamento sorte verso i fornitori -, sia cercando di concordare tassi di interesse inferiori, al fine di alleviare il peso finanziario gravante sulla gestione. Un secondo aspetto che viene poi affrontato riguarda l’obiettivo di apportare modifiche e miglioramenti significativi agli elementi patrimoniali dell’azienda tali da renderla di nuovo capace di generare profitti e ottenere risultati finanziari quantomeno soddisfacenti. Sono varie le modalità attraverso cui può essere efficacemente implementata un’operazione di ristrutturazione aziendale di questo tipo: la prima

che si andrà ad analizzare è l'operazione di Leveraged buyout (LBO). L'acquisto con leva finanziaria (leveraged buyout) rappresenta l'acquisizione di un'intera azienda o di una sua divisione prevalentemente finanziata mediante debito. L'acquirente è solitamente un fondo di private equity o, talvolta, in operazioni più vaste, un consorzio di fondi gestito da un promotore definito "sponsor". Come primo step dell'operazione, il promotore provvede ad effettuare un investimento di equity proveniente dal fondo per destinarlo alla creazione di una nuova società (NewCo), oppure per iniettarlo in una società veicolo (shell company); per quanto riguarda invece la raccolta della restante somma di capitale, e in questo caso si tratta di capitale a titolo di debito, necessario per finanziare la maggior parte dell'importo di acquisto, egli provvede rivolgendosi in particolar modo a banche e investitori privati disposti a finanziare l'operazione. La società acquirente così capitalizzata, ossia con una piccola parte di equity e una parte relativamente più grande di finanziamento esterno a titolo di capitale di debito, acquisisce la società target rilevando l'intero capitale di quest'ultima. Una volta completata l'acquisizione la società acquirente si fonde con la società target, dando vita ad una nuova società sulla quale di conseguenza graveranno i debiti contratti originariamente. Ovviamente i finanziatori esterni richiedono, a garanzia delle somme "prestate", talvolta anche qualora queste non siano restituite entro prestabiliti limiti temporali, un certo ammontare di azioni della società target oppure, in alternativa, garanzie reali sulla base delle attività della stessa. Il successo di questa strategia dipende quindi dalla competenza della società acquisita nel generare flussi finanziari sufficientemente robusti per saldare il debito, inclusi gli interessi ad esso associati. Di conseguenza, la valutazione di questo aspetto riveste un ruolo cruciale nell'ambito dell'operazione di acquisizione con leva finanziaria (LBO); in particolar modo gli elementi chiave oggetto di analisi comprendono la struttura finanziaria e quella patrimoniale. Nel contesto della struttura finanziaria, si procede all'esame approfondito degli impieghi e delle fonti di finanziamento dell'azienda, con particolare attenzione all'equilibrio monetario, e ciò implica la valutazione sia dell'entità dei flussi finanziari che della loro distribuzione temporale, poiché l'azienda deve dimostrare la capacità di gestire gli oneri finanziari derivanti dall'acquisizione, evitando situazioni di crisi di liquidità. La capitalizzazione elevata assume quindi un ruolo di rilievo per gli investitori potenziali, consentendo una pianificazione ottimale dei flussi finanziari ed economici. Dal punto di vista patrimoniale, risulta benefico inoltre calcolare la solidità finanziaria dell'azienda e il suo livello di indebitamento: in questo contesto, l'analisi da porre in atto serve per valutare il grado di liquidità dell'attivo, considerando la possibilità di utilizzarlo in futuro per il rimborso parziale dei debiti. Seppur nei primi anni questa operazione iniziò a svilupparsi in un'ottica quasi esclusivamente speculativa, ovvero veniva intrapresa con l'unico

obiettivo di ottenere un ingente guadagno derivante dalla differenza tra il prezzo di acquisto e quello poi della successiva vendita della società target, nel corso del tempo il ricorso al leveraged buyout ha assunto una logica differente. In particolare, in seguito anche ad interventi legislativi volti a meglio regolare operazioni di questo genere, le acquisizioni tramite LBO hanno riacquisito uno scopo strategico-industriale, divenendo così un efficace strumento di corporate restructuring. In tale ambito, infatti, queste operazioni sono particolarmente utilizzate in quanto presentano una serie di elementi positivi:

- Ottenimento di efficienze operative e tagli di costi: gli acquirenti di un'azienda in un LBO spesso cercano di migliorare la sua redditività attraverso l'implementazione di miglioramenti operativi e tagli di costi. Questi sforzi possono contribuire a rendere l'azienda più efficiente e a generare flussi di cassa che possono essere utilizzati per rimborsare il debito.
- Allineamento degli interessi: poiché gli acquirenti spesso includono i dirigenti dell'azienda stessa, c'è un forte allineamento degli interessi tra il management e gli investitori. Questo può incentivare il management a prendere decisioni che migliorano la performance aziendale, contribuendo così alla ristrutturazione finanziaria.
- Valorizzazione dell'Impresa: gli acquirenti in un LBO cercano di aumentare il valore dell'azienda target, ad esempio attraverso miglioramenti operativi, crescita delle entrate, e sinergie con altre aziende. Questo aumento di valore può essere utilizzato per ridurre il rapporto debito/capitale e migliorare la solidità finanziaria complessiva.

Oltre alle “tradizionali” operazioni di leveraged buyout (LBO), sono generalmente enfatizzate nella letteratura accademica altre tre tipologie, utilizzate anch'esse per quello che può essere definito un “savior plan”, ossia l'acquisizione di un'azienda che si trova in dissesto finanziario con l'obiettivo di rimetterla in salute. In particolar modo, la prima di queste tre tipologie si attua quando il team manageriale esistente assume il controllo dell'azienda (spesso supportato comunque da investitori di private equity), e il leveraged buyout viene chiamato di conseguenza management buyout o MBO. Questa rappresenta una particolare tipologia di LBO in quanto i promotori sono rappresentati dagli stessi dirigenti dell'azienda target i quali, spinti dalla volontà di riorganizzarla, e ritenendo di poterla gestire in modo più efficace rispetto agli imprenditori precedenti, ne assumono la proprietà. La partecipazione attiva del management nell'operazione ha inoltre l'effetto di incrementare notevolmente le prospettive di successo e, in quanto figure motivate e competenti, conferisce maggiore credibilità e garanzia agli occhi degli investitori. Le MBO sono in linea generale di dimensioni inferiori rispetto ai leveraged buyout tradizionali

e perciò, a seconda delle dimensioni dell'operazione, a seconda, cioè, se obiettivo dell'acquisizione sia una singola divisione o piuttosto una controllata di una grande società, non è di regola neanche necessario coinvolgere un promotore esterno a supporto. Quando invece è un team manageriale esterno ad acquisire l'azienda target, la letteratura si riferisce a questa transazione come management buy-in (MBI). Il fatto che un team manageriale esterno non abbia lo stesso livello di informazioni riservate del team manageriale esistente nei MBO rende gli MBI un tipo di accordo completamente diverso e, in un certo senso più rischioso, sicché gli stessi autori Robbie e Wright, in un loro lavoro del 1995 osservano che troppo spesso i team di MBI non riescono ad affrontare adeguatamente i problemi che si verificano dopo l'operazione. Un team manageriale esterno tende ad indirizzarsi verso aziende in cui il team dirigenziale esistente non può o non vuole realizzare il pieno potenziale del valore aziendale, implicando che gli MBI siano più frequentemente transazioni ostili (Robbie and Wright, 1995). Infine, quando un accordo in cui il team di offerta comprende sia membri del team manageriale esistente che nuovi manager esternamente assunti è talvolta definito buy-in-management buyout (BIMBO). Infine, l'ultimo strumento utilizzato dalle imprese per implementare una ristrutturazione finanziaria consiste nella cessione di asset aziendali, il quale rappresenta una strategia complessa finalizzata a migliorare la situazione finanziaria complessiva. Questo processo implica il trasferimento o la vendita di specifici attivi aziendali a terzi. Le ragioni dietro questa decisione possono essere molteplici e includere la riduzione del debito, la concentrazione sulle attività principali, il riapprontamento delle risorse, la risposta a difficoltà finanziarie, il finanziamento di investimenti prioritari o il miglioramento della struttura del capitale. Innanzitutto, la cessione di asset può generare liquidità, contribuendo alla riduzione del debito aziendale e migliorando la sua solidità finanziaria complessiva. Inoltre, può permettere all'azienda di concentrarsi sulle attività essenziali del suo core business, migliorando così l'efficienza e la focalizzazione aziendale. Questo processo offre anche l'opportunità di riapprontare le risorse aziendali, concentrandole su settori più redditizi o strategici, contribuendo al miglioramento della redditività complessiva. Quando un'impresa si trova ad affrontare difficoltà finanziarie, la cessione di asset può essere parte di una strategia più ampia per ristrutturare il suo bilancio e recuperare la solidità finanziaria. Allo stesso tempo, la vendita di asset può generare fondi che vengono di solito destinati a finanziare investimenti prioritari o progetti strategici che contribuiscono alla crescita a lungo termine dell'azienda.

1.4 Le ristrutturazioni di portafoglio

Le ristrutturazioni di portafoglio coinvolgono la modifica del portafoglio di unità aziendali o attività di un'azienda, compresa la cessione o l'acquisizione di tali unità o attività al fine di migliorare la posizione strategica complessiva. L'obiettivo principale delle ristrutturazioni del portafoglio societario è creare un'organizzazione più focalizzata e strategicamente allineata. Le aziende possono utilizzare le ristrutturazioni di portafoglio per uscire da attività non essenziali, acquisire nuove imprese per diversificare il proprio portafoglio o concentrarsi sulle proprie competenze e risorse principali. La ristrutturazione del portafoglio, in inglese Business Portfolio Restructuring (BPR), viene definita quindi come una strategia imprenditoriale attuata prevalentemente mediante cessioni e acquisizioni aziendali per affrontare una situazione di distruzione di valore che molte società devono affrontare a causa di difficoltà interne ed esterne, e creare valore per gli azionisti (Bergh, 1998; Bowman and Singh, 1993). Lo studio del BPR è talvolta diventato uno dei temi chiave nel campo dello strategic management, soprattutto in seguito alle varie trasformazioni che hanno avuto luogo nell'ambiente globale a partire dalla crisi finanziaria ed economica dei primi anni duemila, fino arrivare all'ultimo scenario dettato dalla pandemia del Covid-19 e dalla ancora più recente guerra tra Russia e Ucraina, le quali hanno spinto molte aziende altamente diversificate a disfarsi di attività che sono diventate non più redditizie, o non più costituenti una parte essenziale del loro portafoglio aziendale. Gli ultimi anni, difatti, hanno visto molti importanti processi di ristrutturazione essere messi in atto da aziende particolarmente diversificate (Pathak et al., 2014); pertanto, si può dire che il Business Portfolio Restructuring non è solo un tema importante per ragioni accademiche, ma anche un argomento attuale a causa di reali problemi aziendali. Inoltre, a portare nuova luce su questo articolato complesso di operazioni straordinarie, è stato un più recente filone di pensiero il quale, distaccandosi dall'idea classica che questo tipo di ristrutturazione fosse uno strumento utilizzabile solo per rimettere in sesto imprese in crisi, lo ha iniziato a concepire come un tool imprenditoriale capace di generare valore per tutte quelle imprese intenzionate a svilupparsi lungo nuovi orizzonti operativi e a ridefinire le proprie linee strategiche in un'ottica proattiva e incline al cambiamento e all'innovazione. La letteratura identifica tre possibili direzioni che un'azienda può intraprendere implementando una strategia di BPR: la prima di queste è la rifocalizzazione, che avviene quando l'azienda possiede un core business con capacità uniche e risorse chiave, e decide di disfarsi delle attività periferiche, rinnovando e concentrando i propri sforzi sul core business esistente (Chatterjee et al., 2003); vi è poi il riposizionamento, attuato quando l'azienda identifica un nuovo possibile core business e decide quindi di riorganizzare le proprie risorse attorno al nuovo business (Byerly et al., 2003); e infine la liquidazione aziendale,

come ultima opzione, che si verifica quando è impossibile identificare un nuovo business potenzialmente profittevole, o che generi abbastanza valore economico, su cui quindi indirizzare l'attività societaria, e come unica opzione possibile non resta che vendere tutte le linee di business dell'azienda. I metodi più comunemente utilizzati per attuare una ristrutturazione di portafoglio sono tre e sono: i disinvestimenti (incluse scorporazioni e vendite), intesi come la riduzione o la cessione di attività, linee di prodotto, filiali o unità aziendali della società madre; le operazioni di Merger and Acquisitions, in cui l'azienda collabora o acquisisce nuove linee di business al fine di implementare una nuova configurazione nel suo settore di attività; e la dissoluzione, la quale consiste nella cessazione del business, non esiste nessun nuovo azionista, ma il business cessa di esistere (Mitchell, 1994).

1.4.1 Strategie di disinvestimento

Partiamo analizzando il primo metodo sopra menzionato, ossia il disinvestimento. Un disinvestimento rappresenta la vendita di una porzione degli asset o una linea di business di un'azienda a un terzo soggetto, di solito un'altra società o un fondo di private equity, attraverso una transazione privata; gli asset oggetto della vendita possono essere una divisione, un segmento, una controllata o una linea di prodotti. Circa proprio quest'ultimo aspetto, è doveroso però fare un'ulteriore precisazione in quanto la letteratura accademica si riferisce a queste operazioni con termini diversi in base all'oggetto della transazione stessa: in particolar modo il termine "divestiture" (in italiano "disinvestimento di business") fa riferimento alle cessioni riguardanti un'unità divisionale, una business unit, un'attività aziendale, o infine anche una sussidiaria della società; viene utilizzato invece il termine "divestment" (in italiano "disinvestimento di asset") quando ci si riferisce a cessioni che hanno ad oggetto asset fisici, risorse organizzative, o la chiusura di stabilimenti con la conseguente riduzione della forza lavoro. È altresì di facile intuizione comprendere la differente portata strategica coinvolta in queste due differenti tipologie di operazioni, ove risulta essere tendenzialmente maggiore nelle cosiddette "divestiture", in quanto è proprio attraverso queste che si va a modificare in maniera più sostanziale e radicale il portafoglio della società, e di conseguenza le sue strategie sia a breve che a lungo termine. Detto ciò, sia che si parli di uno che dell'altro tipo di transazioni, in cambio della cessione il venditore riceve solitamente denaro contante; non è del tutto infrequente, tuttavia, come modalità di corrispettivo, l'attribuzione talvolta anche di titoli della società acquirente o una combinazione di entrambi; inoltre, i ricavi generati dalla vendita vengono reinvestiti nel resto dell'attività oppure distribuiti ai soci dell'azienda. Altro aspetto di particolare importanza relativo a queste operazioni risiede nel fatto che, nonostante la perdita

di alcuni asset, sia fisici che no, la società che vende continua a esistere sostanzialmente nella stessa forma di prima. Un'operazione di disinvestimento può essere attuata attraverso molteplici modalità, e ognuna di queste si differenzia dalle altre per le diverse implicazioni strategiche che coinvolge, così come per i differenti obiettivi che persegue. Partiamo dall'analisi delle operazioni di sell off: queste rappresentano la cessione privata, parziale o totale, di un business (inteso come un segmento dell'impresa, una business unit, o un portafoglio di asset) a un terzo soggetto, in cambio di denaro contante o scambio azionario. La società venditrice, che prende il nome di "parent", al termine della transazione non mantiene alcun rapporto con l'unità ceduta, in quanto è proprio al perfezionamento dell'operazione che si considera avvenuto il passaggio di proprietà dell'asset in questione. Un'azienda può essere indotta ad adottare un corporate sell-off per molteplici ragioni: la prima di queste è l'obiettivo dell'ottenimento di un maggior focus sul proprio core business e l'ottimizzazione delle risorse chiave in possesso ad esso strumentali; in alcuni casi, infatti, le risorse a disposizione del management, siano esse umane, finanziarie, o infrastrutturali, potrebbero essere eccessivamente "diluite" in un'organizzazione troppo grande e diversificata. In una situazione di questo tipo diventa quindi conveniente, se non del tutto necessario, concentrare tali key-resources su un unico settore, ovvero quello più profittevole, o quantomeno, più potenzialmente profittevole, andando così a cedere le porzioni dell'azienda che risultano più marginali e distanti dal core business. Sebbene ci siano casi in cui determinati business rappresentino solo una "distrazione" e un appesantimento per l'organizzazione aziendale, ci sono altri casi in cui, invece, si possono verificare delle vere e proprie sinergie negative tra le diverse business unit di un'impresa, con la conseguenza che continuare ad operare in tutti i settori possa avere effetti dannosi diretti per l'intera attività. Tali sinergie negative potrebbero sorgere da numerosi fattori, tra i quali i più comuni sono da rivedersi in: improvvisi cambiamenti di mercato, per cui se i business in questione sono influenzati da cambiamenti di mercato in modi divergenti e uno diventa obsoleto o incontra difficoltà nel rimanere competitivo, l'impresa potrebbe decidere di concentrarsi sul business più promettente; ancora, si potrebbero verificare delle sinergie finanziarie negative qualora i risultati finanziari di uno dei business impedisse la capacità complessiva dell'impresa di ottenere finanziamenti o influenzasse negativamente la valutazione complessiva dell'azienda, rendendo necessaria quindi l'uscita da quel business; o infine, la necessità di uscire da un settore potrebbe essere resa necessaria dall'insorgenza di cambiamenti normativi tali per cui, se due business sono soggetti a normative diverse e le regolamentazioni governative impediscono sinergie positive o richiedono sforzi aggiuntivi per la conformità, l'impresa potrebbe considerare l'uscita da uno dei business per semplificare la gestione normativa. Un terzo motivo per cui si ritiene

che le operazioni di disinvestimento, in particolar modo i corporate sell-off e, si vedrà in seguito, anche i corporate spin-off, riguarda la possibilità di ridurre i cosiddetti costi di agenzia. Citando gli autori Jensen e Meckling, in un loro articolo del 1978 intitolato "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", essi affermano: "nel nostro concetto più generale, i costi di agenzia sono tutti quei costi che si verificano a causa del comportamento discrezionale degli agenti. Questi costi possono essere suddivisi in tre categorie principali: i costi legati alla formazione e al monitoraggio di contratti, i costi legati all'insuccesso degli agenti nel massimizzare il valore della società, e i costi legati all'auto-generazione di opportunità di agenzia." In sostanza, Jensen e Meckling identificano i costi di agenzia come le spese connesse alla progettazione di contratti che allineano gli interessi degli agenti, ossia i dirigenti aziendali, con quelli dei principali, ossia gli shareholder dell'azienda, i costi dovuti al comportamento degli agenti che può discostarsi dagli interessi degli azionisti e i costi derivanti dalla creazione stessa di situazioni in cui possono sorgere conflitti di agenzia. Da ciò si può quindi dedurre anche la definizione di "problemi di agenzia": vale a dire quei problemi che si creano quando ci sono conflitti di interessi tra le diverse parti coinvolte nella gestione e nel controllo di un'azienda; questi conflitti di interessi sorgono perché i dirigenti possono avere obiettivi divergenti rispetto agli azionisti e possono prendere decisioni che massimizzano i propri interessi piuttosto che quelli degli shareholders. Vediamo allora in che modo le operazioni di corporate sell-off possono contribuire ad affrontare questi problemi: innanzitutto la vendita di una divisione può ridurre i conflitti all'interno di un'azienda, ricercando un migliore allineamento di interessi, soprattutto se esistono divergenze di obiettivi tra la società madre e una particolare divisione; ad esempio, se una divisione sta subendo perdite persistenti o richiede investimenti significativi che non sono allineati con gli obiettivi generali dell'azienda, la vendita può aiutare a concentrare le risorse sull'attività principale e a migliorare l'allineamento degli interessi. Inoltre, come già discusso in precedenza, la vendita di business marginali e la conseguente rifocalizzazione sul core business aziendale migliorerebbe l'efficienza operativa e renderebbe più agibile la supervisione da parte della dirigenza, riducendo così i costi di controllo e coordinamento, oltre a semplificare la struttura aziendale, rendendo più chiara la catena di comando e le responsabilità. Non va infine trascurato che la cessione di una business unit può migliorare la struttura del capitale dell'azienda, riducendo il debito o liberando risorse per investimenti più redditizi, contribuendo a ridurre i conflitti di agenzia legati anche alle decisioni finanziarie. Proseguiamo lo studio con le operazioni di corporate spin-off. Queste rappresentano vere e proprie scissioni aziendali, attuate mediante lo scorporo di una business unit, di una sussidiaria, di una linea di prodotti o di una divisione indipendente, la quale viene trasferita a

una società beneficiaria preesistente o di nuova costituzione. Si possono già individuare due aspetti che differenziano le operazioni di sell-off da quelle di spin-off: in queste ultime, infatti, non c'è alcuno scambio di denaro contante, ma l'operazione si perfeziona tramite l'attribuzione pro-rata, ossia in maniera proporzionale alla quota di capitale originariamente in possesso, delle azioni della nuova società agli azionisti della scorporante. Il secondo aspetto di differenziazione tra i due modelli di disinvestimento risiede nel fatto che, una volta completato lo spin-off, diversamente da quanto abbiamo visto avvenire con le operazioni di sell-off, la società madre mantiene il controllo della nuova società, con la conseguenza che continuano ad esserci relazioni e scambi di informazioni, visto anche che condividono sostanzialmente la stessa compagine sociale. Ciò detto, va comunque precisato che in seguito al completamento dell'operazione la società beneficiaria diventa una società indipendente sotto tutti gli aspetti manageriali, in quanto va ad essere guidata da un consiglio di amministrazione nuovo ed indipendente. Oltre al tradizionale spin-off appena delineato, vengono disciplinate anche altre due fattispecie similari:

- Il corporate split-off: tale tipologia di scorporo si verifica quando una nuova società viene creata a partire dalla casa madre e gli azionisti della scorporante scambiano le loro azioni con quelle della nuova entità. Un esempio significativo è stato lo scorporo di Synchrony Financial (SYF) dalla sua casa madre General Electric (GE) avvenuto il 17 novembre 2015. Synchrony Financial era una controllata al 100% di General Electric, ma il CEO dell'epoca, Jeffrey Immelt, decise di separare la sua attività finanziaria da quella industriale principale. In quell'annuncio, GE offrì ai suoi azionisti esistenti l'opportunità di scambiare ogni azione di GE con 1,0505 azioni della nuova Synchrony. La differenza principale tra uno spin-off e uno scorporo tramite split-off risiede proprio nel fatto che in questa altra modalità gli azionisti devono scambiare le loro azioni esistenti con quelle della nuova società, mentre in uno spin-off gli azionisti esistenti ricevono azioni della nuova società in maniera proporzionale al capitale posseduto nella società che va incontro a scissione. Inoltre, agli azionisti della società madre non viene richiesto di scambiare le loro azioni; hanno l'opportunità di farlo e possono scegliere di mantenere le loro azioni originarie.
- Il corporate split up: nelle due operazioni sopra descritte, la casa madre o assegnava azioni di una nuova società agli azionisti esistenti o consentiva agli azionisti esistenti di scambiare le loro azioni con quelle della nuova società. In entrambi i casi, la casa madre continuava ad esistere come società autonoma ed indipendente da quella risultante dallo

scorporo. In uno split up, invece, la casa madre viene divisa in due o più entità, ma la società originaria viene liquidata e non sopravvive.

Passiamo adesso ad analizzare in che modo le operazioni di corporate spin-off possono generare valore per le società che le implementano. A partire da un loro studio del 1995, Berger e Ofek, attraverso una serie di ricerche empiriche approfondite, hanno dimostrato che il patrimonio delle aziende diversificate è valutato, e quindi negoziato, con un cosiddetto “discount” rispetto alle aziende a singola attività. Uno spin-off rappresenta quindi un modo per migliorare la focalizzazione dell'azienda ed evitare tale “sconto” legato alla diversificazione, favorendo un maggior focus sul core business e l’ottimizzazione delle key-resources aziendali. Questa idea è confermata anche nelle dichiarazioni degli analisti finanziari. Ad esempio, in un articolo su USA Today, Peter McKelvey, partner presso L.E.K. Consulting, afferma: "Gli investitori hanno chiaramente dimostrato che le attività non correlate stanno meglio separate (...) Ciò che suona teoricamente interessante insieme... non corrisponde alle aspettative". Analogo pensiero lo hanno sviluppato gli autori Daley, Mehrotra e Sivakumar (1997) i quali hanno documentato miglioramenti sostanziali nel rendimento sugli asset per le società madri che adoperano operazioni di spin-off con l’obiettivo di aumentare il focus sul core business, ma esclusivamente nei casi in cui la parent company operi in un settore differente dalla sussidiaria scorporata, e non invece per le società in cui la controllata scissa opera in un settore correlato a quello della principale. Un altro studio, condotto da Habib, Johnsen e Naik (1997) spiega come, specialmente per le public company, gli spin-off possano aumentare il valore della società parent e della scorporata in seguito ad un miglioramento dell’asimmetria informativa. Nel loro modello essi utilizzano diverse misure per stabilire tale asimmetria, come ad esempio misure che si basano sugli errori di previsione degli analisti, o anche sulla volatilità attorno agli annunci dei guadagni previsti dalla società. Gli autori dimostrano quindi come un'azienda possa aumentare il suo valore scorporando una controllata: ciò avviene perché lo spin-off comporta generalmente un aumento del numero di titoli scambiati sul mercato; tale maggior numero di transazioni rende il sistema dei prezzi più informativo e, di conseguenza, porta a una diminuzione dell'asimmetria informativa. Questa riduzione dell'asimmetria informativa, e quindi della sottovalutazione, porta a un aumento del valore complessivo dell'azienda e delle sue controllate scisse. In ultima istanza, lo spin-off aziendale può rappresentare una risposta strategica e agile ai cambiamenti nel contesto di mercato; in un ambiente in cui le dinamiche economiche, tecnologiche, normative e competitive si evolvono sempre più rapidamente, le imprese devono essere in grado di adattarsi per rimanere competitive e sfruttare le opportunità emergenti. Uno spin-off offre quindi diverse possibilità in questo contesto: innanzitutto, una società può utilizzare lo spin-off

per concentrarsi su nuove opportunità di mercato o per adattarsi a nuove tendenze senza vincoli operativi reciproci. La separazione di una divisione consente alle entità coinvolte di rispondere in modo più agile ai cambiamenti del mercato, conferendo ad entrambe le organizzazioni una maggiore flessibilità strategica. Oltre a quella strategica, un ulteriore vantaggio può essere rappresentato dal conseguimento di una maggiore flessibilità anche operativa: la separazione rende ciascuna entità più flessibile nella gestione operativa, adattandosi meglio alle nuove esigenze del mercato. Ciò si traduce in decisioni più rapide ed efficaci, così come in tempi e costi di coordinamento ridotti, migliorando la capacità complessiva di risposta alle mutevoli condizioni dell'ambiente in cui si trovano a competere l'azienda madre e la società scorporata. Completiamo la trattazione delle strategie di disinvestimento con le operazioni di equity carve-out. Un "carve-out" è la cessione parziale di un'unità aziendale in cui una società madre vende una quota di minoranza di una controllata a investitori esterni. Una società che attua un "carve-out" non sta però vendendo completamente un'unità aziendale, ma sta invece cedendo una partecipazione azionaria in tale attività o rinunciando al controllo dell'attività mantenendo una partecipazione azionaria. Un "carve-out" consente così a un'azienda di sfruttare un segmento aziendale che potrebbe non far parte delle sue operazioni centrali, e ancora, per la società cedente, un'operazione di equity carve-out può rappresentare un modo per dismettere una divisione per la quale è difficile trovare acquirenti potenziali nel mercato delle transazioni private o per la quale è complesso stabilire un prezzo accettabile. Poiché le azioni sono cedute al pubblico, diversamente da quanto accade in un sell-off, un "carve-out" crea anche un nuovo gruppo di azionisti per la controllata. Un "carve-out" spesso precede la completa spin-off della controllata agli azionisti della società madre; inoltre, affinché una futura operazione di spin-off sia esente da imposte, deve soddisfare il requisito di controllo dell'80%, il che significa che non più del 20% delle azioni della controllata può essere offerto in un'offerta pubblica iniziale. Un "carve-out" separa efficacemente una controllata o un'unità aziendale dalla società madre come entità autonoma, difatti la nuova organizzazione ha il proprio Consiglio di amministrazione e bilancio, totalmente indipendenti dalla parent, seppur bisogna anche dire che la società madre di solito conserva un interesse di controllo nella nuova società e offre supporto strategico e risorse per aiutare l'azienda a prosperare. A differenza di quanto abbiamo visto per gli spin-off, e tendenzialmente in maniera analoga alle transazioni di sell-off, attraverso un carve-out la società madre di solito riceve un ingresso di denaro; inoltre, tali risorse finanziarie ottenute dalla vendita pubblica di azioni possono essere mantenute all'interno della società ceduta o trasferite alla società madre tramite la distribuzione di dividendi, un buyback di azioni proprie o un finanziamento interno al gruppo. Un'azienda può adottare una strategia di "carve-out" anziché

una cessione totale per diverse ragioni, e gli enti regolatori tengono conto di questo quando approvano o respingono una tale ristrutturazione. A volte, un'unità aziendale è profondamente integrata, rendendo difficile per l'azienda venderla completamente mantenendola solvibile; di conseguenza coloro che considerano un investimento nel "carve-out" devono valutare cosa potrebbe accadere se la società originale interrompesse completamente i legami con il "carve-out" e cosa ha originato il "carve-out" in primo luogo. Passiamo adesso all'analisi degli obiettivi e dei vantaggi conseguibili tramite tali tipologie di operazioni. Vijn (2002) esamina un campione di 336 equity carveouts tra il 1980 e il 1997. La maggioranza delle motivazioni offerte per il carve-out da parte della società madre coinvolge la mancanza di fit con la sussidiaria in questione e una perdita di focalizzazione sulle core operations aziendali. Egli dimostra altresì che le società madri e le controllate coinvolte in operazioni di carve-out sono tipicamente in settori industriali diversi e documenta che i rendimenti annunciati sono in media più elevati per i carve-out di controllate non correlate. Le prove sull'incremento delle performance operative a seguito dei carve-out sono tuttavia non univoche e pienamente concordanti: Miles e Woolridge (2002) sostengono che sia le società madri che le controllate migliorano le loro performance operative rispetto ai loro omologhi di settore già nell'anno successivo al completamento dell'operazione; al contrario, Powers e Mikkelson (2003) dimostrano che le performance operative della controllata diminuiscono dopo il carve-out, e infine, un ultimo contributo viene fornito da Boone e Haushalter (2003), i quali riscontrano che le performance operative della società madre migliorano solo quando essa ha completamente dismesso la sua partecipazione nella controllata dopo quattro anni. Per cui sembra permanere ancora un certo dissenso sulla questione. Dissenso che però non trova modo di esistere invece per quanto riguarda la convinzione, condivisa da tutti gli autori che hanno contribuito a ricerche empiriche in merito, che anche gli equity carve-out sono fonte di riduzione di asimmetrie informative, vediamo il perché. Le asimmetrie informative tra l'azienda e gli investitori esterni tendono ad aumentare il costo del capitale (Myers e Majluf, 1984). Prima del carve-out, gli investitori esterni hanno accesso alle informazioni finanziarie della società madre, con informazioni a livello divisionale più difficilmente accessibili; e questa opacità può aumentare il costo di finanziamento delle spese di capitale a livello divisionale. Poiché una quotazione in borsa della controllata aumenta la qualità e la trasparenza delle informazioni finanziarie disponibili agli investitori, Schipper e Smith (1986) suggeriscono che gli equity carve-out aiutino a finanziare controllate ad alto potenziale di crescita, mostrando anche che le controllate sottoposte a carve-out hanno tipicamente rapporti prezzo-utili più elevati rispetto alle loro madri, indicando tassi di crescita più elevati. Nel complesso, sembra quindi che gli equity carveouts siano utilizzati per aumentare

le opportunità di finanziamento e ridurre i costi di finanziamento per controllate ad alto potenziale di crescita. Infine, un ulteriore vantaggio da non sottovalutare riguarda lo sviluppo di strutture di incentivazione come parte dell'operazione di equity carve-out; questo aspetto è cruciale poiché coinvolge la creazione di programmi di incentivazione per i dipendenti e i manager della controllata che diventerà una società quotata a seguito dell'offerta pubblica. Le aziende spesso adottano sistemi di incentivazione azionaria, come stock options, azioni a performance o unità azionarie vincolate: questi strumenti offrono ai dipendenti, soprattutto i manager di alto livello, l'opportunità di possedere quote di azioni della controllata come parte integrante del loro pacchetto retributivo. Questo collegamento diretto al valore delle azioni crea un forte incentivo per i dipendenti a lavorare attivamente per il successo a lungo termine della società. Il principale obiettivo di questi piani è quindi quello di allineare gli interessi dei lavoratori con quelli degli azionisti, trasformando i dipendenti in parte interessata al successo finanziario della società. Questo senso di proprietà e responsabilità motiva qualsiasi collaboratore dell'azienda a impegnarsi in modo proattivo per massimizzare il valore delle azioni e contribuire al conseguimento degli obiettivi aziendali. Spesso, questi piani sono legati a obiettivi di performance chiave, come traguardi finanziari o operativi specifici. Questo collegamento diretto tra prestazioni e ricompensa aiuta a mantenere un focus costante sul conseguimento degli obiettivi aziendali, contribuendo così al successo della controllata. Inoltre, attraverso questi piani di incentivazione, le società mirano a trattenere i "talenti" chiave, in quanto garantire agli stessi la possibilità di beneficiare del successo futuro della società riduce ovviamente il rischio di autolicensing. Nonostante abbiamo visto essere innumerevoli i vantaggi potenzialmente conseguibili tramite una di queste strategie di disinvestimento, non bisogna comunque ritenere che si tratti di operazioni prive di rischio e facilmente attuabili, anzi, al contrario, ogni fase del procedimento di disinvestimento e delle differenti strategie di exit di cui si è trattato precedentemente va calibrata e studiata attentamente, affinché la transazione abbia successo e si raggiungano gli obiettivi sperati. Proprio in considerazione di quest'ultimo aspetto, Micheal Porter, in un suo lavoro del 1976, individua tre tipologie di barriere che hanno disincentivato molte imprese, nel corso degli anni, nel ricorrere a tali operazioni; nello specifico egli classifica queste barriere nel seguente modo:

- **Barriere strategiche:** queste sono determinate dalla presenza di alcune interdipendenze che possono limitare la propensione a disinvestire; in particolar modo, maggiori sono le interdipendenze tangibili e intangibili, maggiore è l'inerzia dell'azienda a ritardare il ricorso al disinvestimento anche in casi in cui vi è un'evidente bassa performance della

unità di business in esame. Le barriere strategiche sono particolarmente difficili da superare in quanto la perdita di sinergie è un elemento che senza dubbio può frenare la propensione a disinvestire, soprattutto in presenza di relazioni verticali e interdipendenze orizzontali tra le singole unità organizzative; ancora, più sono consolidate queste interdipendenze e più l'eliminazione di un business dal portafoglio aziendale rischia di minare i rapporti di complementarità che si sono sviluppati nel corso degli anni.

- Barriere strutturali o economiche: tali barriere “si riferiscono al rischio di aumento dei costi, in seguito al disinvestimento, dovuti alla riallocazione e riqualificazione del personale, la possibile chiusura di contratti di fornitura e la presenza di costi sommersi” (Corporate strategy, pag.164). Uno studio di Shimizu e Hitt (2005) ha inoltre evidenziato come anche la grandezza e l'età dell'impresa siano fattori che influenzano l'inerzia della stessa ad operare strategie di disinvestimento: in particolar modo gli autori rilevano che più la performance di una business unit è bassa più è probabile che adoperino uno scorporo della stessa le aziende di piccole dimensioni in quanto soggette a minor inerzia organizzativa.
- Barriere manageriali: sono le barriere che “fanno riferimento al processo decisionale che conduce l'impresa ad assumere la decisione di ristrutturare il proprio portafoglio e sono direttamente collegate a livello di asimmetrie informative e dall'esistenza di obiettivi confliggenti” (Porter, 1976). In particolare le asimmetrie informative influiscono sulle scelte di disinvestimento in quanto possono rendere maggiormente difficoltosa per il management la valutazione corretta della performance di ogni singola divisione o di ogni singolo business in cui opera l'azienda; per quanto riguarda invece la possibile esistenza di conflitti di interessi, questi ovviamente fanno sì che i manager si pongano in maniera confligente a qualsiasi possibile cambiamento dell'organizzazione aziendale, in quanto essi sono ovviamente restii a rinunciare alla posizione di rilievo occupata all'interno della gestione societaria e ai privilegi che ne derivano.
- Oltre a queste tre differenti tipologie di barriere individuate da Porter, nel corso degli anni sono state riconosciute, e ritenute ugualmente importanti, le barriere cosiddette psicologiche: queste sono barriere che sorgono in quanto la realizzazione di un'operazione di disinvestimento viene percepita in una maniera totalmente differente, vale a dire in maniera più negativa, rispetto alle operazioni di investimento,

generalmente accompagnate da entusiasmo e proattività da parte di tutta l'organizzazione, compresi i top manager.

1.4.2 Le operazioni di Merger and Acquisition

A conclusione di questo primo capitolo, introduciamo l'ultimo importante strumento che le imprese hanno a disposizione per avviare un processo di ristrutturazione del portafoglio aziendale, vale a dire le operazioni di Merger and Acquisition. Le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) rappresentano un potente strumento strategico per le aziende desiderose di adattarsi alle dinamiche in rapida evoluzione del mercato, ricercando la giusta flessibilità che è divenuta ormai un elemento imprescindibile e fondamentale per affrontare cambiamenti rapidi e garantire che un'azienda rimanga competitiva e all'avanguardia nel proprio settore. Attraverso tali operazioni, le aziende possono adeguare la propria struttura e presenza di mercato in risposta a diverse esigenze: ciò può avvenire sia attraverso l'acquisizione di imprese innovative o tecnologicamente avanzate, per rimanere al passo con l'evoluzione tecnologica, sia attraverso il raggiungimento di un certo livello di diversificazione del portafoglio di prodotti, il quale consente di mitigare i rischi associati a fluttuazioni nelle preferenze dei consumatori o nei cicli economici. L'adattamento alle tendenze del consumatore può essere realizzato inoltre tramite l'acquisizione di marchi o aziende all'avanguardia nelle preferenze di mercato; così facendo, le M&A offrono l'opportunità di espandersi globalmente, superando le sfide legate all'ingresso in nuovi mercati, attraverso l'acquisizione di imprese con una presenza consolidata in regioni specifiche di interesse. Il ricorso a tali mosse strategiche può anche costituire una risposta efficace a sfide competitive, come l'aumento della concorrenza o la minaccia di nuovi attori di mercato, le quali possono quindi essere affrontate attraverso l'acquisizione strategica di competitor o aziende complementari. Infine, le M&A forniscono un mezzo efficace per gestire risorse e competenze, acquisendo risorse chiave, know-how tecnologico e competenze specifiche del settore. Anche la riduzione dei costi emerge come uno degli obiettivi chiave di molte di queste operazioni; infatti, la ricerca di sinergie operative costituisce un elemento centrale in questo contesto. Le aziende coinvolte in operazioni di M&A spesso condividono processi simili o sovrapposti, consentendo l'eliminazione di duplicazioni e la razionalizzazione delle attività, e questo può tradursi nella riduzione dei costi legati alla catena di approvvigionamento, alla produzione, e alla distribuzione, contribuendo a una maggiore efficienza complessiva. La riduzione dei duplicati è un aspetto cruciale in quanto attraverso la fusione o l'acquisizione, le funzioni aziendali simili possono essere integrate, consentendo la semplificazione delle strutture organizzative e la riduzione del personale in eccesso. Ciò porta

a un utilizzo più efficiente delle risorse umane e alla creazione di economie di scala, con conseguenti risparmi significativi; tali economie di scala derivanti dalla combinazione di aziende possono generare grandi vantaggi finanziari, offrendo la possibilità di ottenere sconti su acquisti di materie prime, servizi e attrezzature. Alla luce di questi numerosi vantaggi e obiettivi, quindi, imprese in difficoltà possono diventare interessanti per compagnie che, godendo di una situazione finanziaria migliore, intendono perseguire strategie di espansione piuttosto che meramente speculative. Clark e Ofek, in un loro lavoro del 1994, hanno effettuato una ricerca empirica esplorando un campione di 38 operazioni di acquisizione, tendenzialmente tutti takeover amichevoli e avvenuti tra società operanti nello stesso settore, compiute nel corso degli anni '80. Gli autori hanno utilizzato sei diverse metriche per esaminare le performance post-acquisizione della società risultante dall'operazione, e i risultati emersi si sono dimostrati sfavorevoli per gli acquirenti. Sulla base dei parametri analizzati dagli autori, sembra che le aziende acquirenti non siano in grado di ristrutturare con successo le società bersaglio in difficoltà. Tuttavia, il mercato dimostra una notevole capacità nel prevedere l'esito di processi di ristrutturazione che coinvolgono, o si integrano almeno in parte, con operazioni di acquisizione e/o fusione. Di solito, i processi che portano a una ristrutturazione funzionale e duratura sono quelli in cui il premio pagato dall'acquirente per la società bersaglio è limitato. Inoltre, si osserva una correlazione positiva tra la gravità della crisi affrontata dalla società bersaglio e il successo negoziale che ne deriva.

CAPITOLO 2: LE OPERAZIONI DI M&A

Come detto al termine del capitolo precedente, le operazioni di M&A rappresentano uno dei tool manageriali più efficaci e ampiamente utilizzati dalle imprese di tutto il mondo per conseguire una serie di obiettivi strategici e finanziari, a partire dalla ricerca di sinergie con altre aziende per espandere la propria quota di mercato o l'area geografica di riferimento, acquisire nuovi clienti o canali distributivi, fino ad essere utilizzate come strumento di corporate restructuring, per permettere alle aziende di riorganizzare, ristrutturare o riallineare la propria struttura coerentemente con i nuovi scenari competitivi, alla volta di una continuità e profittabilità operativa. Nella letteratura accademica vengono utilizzati diversi termini, quali “takeover”, “acquisizione” e “fusione”, per fare riferimento a una transazione in cui una società chiamata acquirente, compratore o offerente, intende acquistare il controllo di un'altra società chiamata bersaglio o target. Gaughan, in un suo studio del 2015, sostiene che alcuni dei termini trovati in letteratura per far riferimento alle operazioni di fusione e acquisizione sono occasionalmente usati in modo interscambiabile; infatti, a livello generale, egli ritiene che la differenza di significato tra i termini potrebbe non sembrare importante, poiché il risultato finale è tipicamente lo stesso: due o più società che prima avevano proprietà separate ora operano sotto lo stesso tetto, vale a dire seguendo una linea manageriale comune, spesso cercando di raggiungere specifici obiettivi finanziari o strategici. Tuttavia, a seconda del tipo di transazione, gli impatti fiscali, finanziari, strategici e culturali dell'accordo possono differire significativamente, e per ottenere una migliore comprensione complessiva di questo fenomeno così articolato è importante capire le differenze tra i termini che si hanno a disposizione per far riferimento a queste operazioni di gestione straordinaria.

2.1 Forme di acquisizione e terminologia chiave

Come abbiamo visto nel primo capitolo, le operazioni aziendali che comportano la contrazione o l'espansione delle attività di un'azienda o cambiamenti nella sua struttura finanziaria o nei suoi asset sono conosciute come operazioni di ristrutturazione aziendale. Khan e Jain (2007) affermano che le fusioni e acquisizioni (M&A) sono alcune delle forme più comuni di

ristrutturazione aziendale. Secondo Ross, Westerfield e Jaffe (2013), le acquisizioni assumono tre forme di base:

1. Fusione o consolidamento.
2. Acquisizione di asset.
3. Acquisizione di azioni.

Una fusione è definita come la combinazione di due o più imprese in cui l'azienda acquirente assorbe gli asset e le passività dell'impresa target; dopo la fusione, l'azienda acquirente potrebbe essere un'impresa sostanzialmente diversa, ma mantiene la sua identità originale, mentre l'azienda assorbita cessa di esistere come unità aziendale separata (Sherman e Hart 2006; Ross et al. 2013). Mentre la forma tradizionale di una fusione è chiamata fusione diretta o statutaria, secondo quanto afferma DePamphilis, una “subsidiary merger” si riferisce a una situazione in cui la fusione avviene tra la filiale dell'acquirente e l'azienda bersaglio. Peraltro, con il termine “merger” si vuole indicare più comunemente una situazione in cui due aziende si uniscono stipulando un accordo in cui un'azienda acquista le azioni ordinarie di un'altra società, in cambio delle proprie azioni; in alcuni casi, tuttavia, possono anche essere utilizzati contanti o altre forme di pagamento. Al contrario, la consolidazione si riferisce a una situazione in cui due o più aziende formano un'organizzazione completamente nuova. Questa nuova organizzazione assorbe tipicamente gli asset e le passività delle imprese originali e la loro precedente esistenza legale cessa. Un primo vantaggio derivante dall'utilizzo delle fusioni è che queste tendono ad avere costi inferiori rispetto ad altre forme di acquisizioni, inoltre non è necessario trasferire il titolo di ciascun singolo asset dell'azienda assorbita all'azienda acquirente. Tuttavia, la fusione richiede l'approvazione mediante voto degli azionisti di ciascuna azienda, il che può aumentare l'incertezza dell'affare; a tal riguardo, per essere approvata, normalmente due terzi degli azionisti devono sostenere il conseguimento dell'operazione. Inoltre, gli azionisti dell'azienda acquisita hanno il diritto di richiedere all'acquirente che le azioni in proprio possesso siano valutate e quindi acquistate al loro fair value, tuttavia, non è raro che l'acquirente e gli azionisti dell'azienda acquisita non siano d'accordo su tale valore di concambio, il che può comportare costosi procedimenti legali. Un altro svantaggio risiede nel fatto che l'azienda acquirente acquista, ovviamente, oltre alle attività, anche tutte le passività dell'azienda target, esponendo quindi i suoi asset alle passività dell'azienda acquisita (Gaughan 2015). La seconda forma basilare di acquisizione è un'acquisizione di asset, mediante la quale un'azienda acquirente compra direttamente gli asset dell'azienda target invece che le sue azioni: in un accordo di

acquisizione di questo tipo, gli asset trasferiti dal venditore all'acquirente diventano asset aggiuntivi dell'acquirente, con la speranza che in seguito all'operazione si sviluppino sinergie generatrici di benefici finanziari o strategici, capaci quindi di aumentare il valore di tali attività, aumentando così di conseguenza la ricchezza degli azionisti. Un vantaggio riscontrabile per l'azienda acquirente in un'acquisizione di attività è che l'acquirente non deve assumersi tutte le passività dell'azienda target, come nel caso delle fusioni e delle acquisizioni di azioni, ed è proprio in virtù di questa riduzione all'esposizione delle passività che un'azienda intenzionata ad acquisirne un'altra potrebbe preferire questa particolare forma di transazione. Vanno poi tenuti in considerazione anche i potenziali benefici fiscali derivanti da un'acquisizione di attività: l'azienda può rivalutare gli asset della società target al loro valore equo di mercato al momento della transazione, il quale valore è spesso superiore rispetto al valore cui gli stessi asset erano stati iscritti nel bilancio della società target. In altre parole, questa contabilizzazione a valori, ovvero costi, maggiorati degli asset ottenuti al momento dell'acquisizione consente all'acquirente di beneficiare di una maggiore ammortizzazione degli stessi nel corso del tempo; questo si traduce nella possibilità di detrarre una maggior parte del costo di tali asset dalle entrate imponibili, riducendo di conseguenza l'imposta sul reddito. La strategia di acquisizione di attività è tipica quando l'acquirente cerca di ottenere la proprietà degli asset detenuti da un'azienda in difficoltà finanziarie, ma non vuole acquistare l'intera azienda proprio a causa della cattiva condizione finanziaria della stessa. La strategia di acquisizione di attività può quindi essere utilizzata per acquisire gradualmente il controllo di una società target: in questa circostanza, il processo di solito comporta come primo step il controllo degli asset ritenuti essenziali per lo svolgimento e la continuazione del business aziendale. L'uso di un'acquisizione di asset può essere altresì una scelta sensata nei casi in cui l'azienda target respinge le offerte di buyout, o quando, essendo necessario un voto formale e favorevole degli azionisti della società target, si stimano scarse probabilità di ottenere abbastanza consenso da parte di tali azionisti della società bersaglio. Tuttavia, ci possono essere dei casi in cui, per poter vendere gli asset, la società target necessita del consenso anche di soggetti di terzi, e in particolare, ciò potrebbe essere richiesto quando sono presenti determinate clausole all'interno dei contratti stipulati al momento dell'acquisto degli asset. Per completare l'operazione e poter cedere le attività in oggetto, la società venditrice deve, cioè, ottenere il consenso di tutte le parti interessate; ne deriva ovviamente che più parti sono coinvolte, più complicato diventerà l'affare. Se la complessità influisce significativamente sull'affare, un'acquisizione di attività potrebbe diventare meno pratica, e dovrebbero essere considerate altre forme di acquisizione (Gaughan 2015). Un'acquisizione di azioni è la terza forma di base delle acquisizioni, in cui una società

offerente acquista le azioni con diritto di voto di una società target in cambio di denaro, equity o altri titoli. Il processo può iniziare come un'offerta privata da parte della dirigenza dell'offerente alla dirigenza della società target. Ad un certo punto, l'offerta viene presentata direttamente agli azionisti della società target, di solito attraverso un'offerta pubblica di acquisto, ossia un'offerta fatta direttamente dalla società offerente agli azionisti della società target e comunicata attraverso annunci pubblici. Se non soddisfatti dell'offerta, gli azionisti della società target possono rifiutarla; non è raro, infatti, che una minoranza di azionisti si astenga dall'accettare un'offerta pubblica di acquisto, impedendo così all'offerente di assorbire completamente la società target. Uno dei vantaggi di un accordo azionario risiede nell'assenza di problemi di trasferimento, a differenza di quanto accade nelle transazioni aventi ad oggetto le attività di una società, qualora siano presenti restrizioni contrattuali come quelle sopra menzionate relativamente alle clausole richiedenti il consenso anche di soggetti terzi. La forma di acquisizione di azioni ha lo stesso svantaggio che si è visto sussistere con le fusioni, ovvero che l'offerente, andando ad acquisire di fatto la proprietà della società, oltre alle attività in esse presenti potrebbe dover accettare anche tutte le passività. Un altro svantaggio dell'acquisizione di azioni si ha relativamente al fatto che, quando l'obiettivo dell'offerente è assorbire completamente la società target, tutti gli azionisti di tale società devono approvare l'acquisizione; questo vale a dire che, qualora alcuni azionisti si opponessero all'acquisizione, l'assorbimento completo della società bersaglio non potrebbe essere esercitato; in tali casi, le società devono quindi optare per un'operazione di fusione: in particolar modo, quando la base azionaria della società target è relativamente piccola, può essere più pratico acquisire le azioni, in quanto meno azionisti devono accettare la transazione e meno probabilità ci sono che l'operazione venga ostacolata; al contrario, quando si tratta di grandi società quotate pubblicamente e con una massiccia base azionaria ampiamente distribuita, si ritiene essere la fusione l'opzione tipicamente più sensata (Gaughan 2015). Completiamo questa prima analisi analizzando anche il termine "takeover": questo, "è un termine impreciso e generico che si riferisce a una situazione di trasferimento del controllo di una società da un gruppo di azionisti a un altro" (Ross et al. 2013). I takeover possono avvenire attraverso acquisizioni, operazioni di privatizzazione e le cosiddette "contese per delega". Poiché le ultime due non fanno parte del focus principale dell'analisi di questa tesi, le definiamo solo brevemente: nelle operazioni di privatizzazione, di solito un piccolo gruppo o un singolo acquirente acquista tutto il capitale azionario di una società quotata in borsa, e le azioni non vengono più scambiate sul mercato, operando quindi un delisting di tale società; una contestazione tramite procura si riferisce invece a un caso in cui un gruppo di azionisti cerca di votare per rimuovere e sostituire la presente

direzione aziendale, vale a dire i membri del Consiglio di amministrazione. Passando invece al takeover di nostro interesse, ovvero quello effettuato tramite acquisizione, esso seguirà una delle tre forme di acquisizione di base precedentemente descritte. Le acquisizioni di questo genere possono avvenire sia su base amichevole che ostile: se la dirigenza della società target risultasse soddisfatta della proposta di acquisto della società acquirente, potrebbe sostenere l'accordo e raccomandare agli azionisti di accettare l'offerta; una volta quindi che gli azionisti hanno accettato l'offerta, l'acquirente acquista il capitale azionario della società target in cambio di contanti, propri titoli o altri strumenti finanziari. Questo tipo di accordo è chiamato takeover amichevole. Se invece l'acquisizione proposta non fosse supportata dalla dirigenza della società target, questa potrebbe opporsi a qualsiasi azione impostata dall'acquirente, e in questo caso la società acquirente potrebbe cercare di ottenere il controllo sulla società target unicamente acquistando un numero di azioni sufficiente per ottenere una base di controllo della società target attraverso i mercati finanziari. Ciò avviene generalmente attraverso l'offerta pubblica di acquisto (OPA), che, come descritto in precedenza, è un'offerta formale rivolta direttamente agli azionisti della società bersaglio per acquistare un determinato numero di azioni a un certo prezzo. Tipicamente, agli azionisti di controllo viene offerto il cosiddetto premio di maggioranza, vale a dire una somma di denaro maggiore rispetto al prezzo di mercato attuale, per dare un maggiore incentivo a tali azionisti di vendere le loro azioni. Questo tipo di transazione ostile, senza l'approvazione della dirigenza della società target, è conosciuto come takeover ostile. Ovviamente, le acquisizioni ostili sono più difficili da attuare poiché la dirigenza della società target può porre in essere una serie di strategie difensive per minare il conseguimento della transazione; ciò detto, tuttavia, le acquisizioni ostili possono talvolta anche avere successo (Gitman 2009).

2.2 Differenti tipologie di M&A

Secondo Buono e Bowditch (2003), gli analisti finanziari classificano tipicamente le fusioni e acquisizioni dal punto di vista economico in cinque tipi alternativi: orizzontali, verticali, conglomerati, congeneriche, e di market-extension, a seconda della relazione che intercorre con le operazioni commerciali della società target. Nelle fusioni orizzontali, l'acquirente e la società target sono concorrenti diretti che operano nella stessa industria e nello stesso stadio del processo produttivo, e la motivazione di base che spinge un'azienda ad acquisire l'altra è di solito quella di rafforzare la posizione competitiva aumentando la quota di mercato e/o la scalabilità. In una integrazione verticale, la società target altro non è che un cliente o un fornitore

dell'acquirente che opera nella stessa industria, ma in una fase diversa della catena produttiva: più in particolare si parla di “integrazione a monte” quando un'azienda si estende verso l'inizio della catena del valore, coinvolgendosi direttamente in attività legate alla produzione delle materie prime o alla fornitura di servizi essenziali per il proprio processo produttivo; si parla invece di “integrazione a valle” quando un'azienda si estende verso la fine della catena del valore, coinvolgendosi in attività legate alla distribuzione, commercializzazione o fornitura di servizi post-vendita. L'obiettivo principale ricercato tramite una strategia di questo genere è quello di ottenere maggiore controllo sui processi e sulle attività lungo tutta la supply chain e limitare la dipendenza da altre società, il che può portare a costi ridotti e maggiore produttività ed efficienza. Le fusioni conglomerali si riferiscono a una situazione in cui l'acquirente e la società target operano in industrie diverse e sono coinvolti in attività commerciali distinte e non correlate. Le motivazioni sottostanti all'attuazione di tali tipi di fusione sono tipicamente la ricerca di un maggior grado di diversificazione, e le opportunità di cross-selling. Il principale vantaggio dell'integrazione conglomerale è la sua capacità di ridurre il rischio combinando aziende con modelli di vendite e guadagni stagionali o ciclici differenti. Ancora, stando alla definizione di Gitman (2009), la fusione congenerica, spesso definita anche fusione di estensione di prodotto, si ottiene acquisendo un'azienda che opera nello stesso settore, ma che non è né nella stessa linea di business, ossia non è un concorrente diretto né un fornitore o tantomeno un cliente. La società target offre, cioè, prodotti o servizi diversi ma correlati a un tipo simile di base di clienti. Un vantaggio dell'integrazione congenerica è la possibilità di utilizzare gli stessi canali di vendita e distribuzione per raggiungere i clienti di entrambe le aziende. Infine, in una fusione di estensione di mercato, la società target offre gli stessi prodotti o servizi, ma li vende in mercati geografici differenti: l'obiettivo ottenibile tramite le fusioni di market-extension è tipicamente una rapida espansione in un mercato più ampio per ottenere una base di clienti più grande.

2.3 Basi teoriche e M&A Waves

Morresi e Pezzi (2014) sostengono che le basi teoriche delle operazioni di M&A si fondano su tre teorie ben note: la teoria neoclassica, la teoria della redistribuzione e la teoria comportamentale. La teoria neoclassica sostiene che l'unico condizionante delle transazioni M&A è quando il valore atteso di una nuova combinazione aziendale è superiore alla somma dei valori delle singole aziende prima della transazione; pertanto, in base a tale convinzione, le transazioni M&A dovrebbero essere investimenti con un valore attuale netto (VAN) positivo e

vantaggiosi per gli azionisti. La teoria neoclassica afferma inoltre che il valore deriva dai vantaggi sinergici, grazie ai quali, ad esempio, le M&A possono contribuire a riallocare e utilizzare più efficientemente gli asset delle aziende, qualora l'uso ottimale di tali asset non sia ancora stato raggiunto dalle singole società. Da ciò deriva la conseguente implicazione che, se tutti gli asset fossero sfruttati in modo ottimale, non ci sarebbe bisogno di effettuare un'operazione di acquisizione o fusione. In situazioni ipotetiche del genere, shock esterni come quelli tecnologici, economici e normativi potrebbero però rendere le combinazioni esistenti di asset non più ottimali, e quindi si renderebbe necessario operare transazioni di questo tipo per ritornare a una condizione di efficienza. La teoria della redistribuzione condivide l'assunzione che le transazioni M&A siano vantaggiose per gli azionisti, tuttavia, a differenza della teoria neoclassica, sostiene che gli effetti sulla ricchezza degli azionisti non derivino dalle sinergie ottenibili, ma piuttosto dai trasferimenti di ricchezza a spese di alcuni stakeholder dell'azienda, come clienti, governo, dipendenti, fondi pensione e obbligazionisti. Infine, secondo la teoria comportamentale, le transazioni M&A non sono guidate dal tentativo di ottenere sinergie potenziali, ma piuttosto da ragioni legate al comportamento, come valutazioni errate del mercato azionario, costruzione di imperi societari e presunzione manageriale. Di queste teorie, le due ipotesi più importanti e studiate che cercano di spiegare perché le M&A tendono a raggrupparsi in onde sono l'ipotesi neoclassica e l'ipotesi comportamentale. Secondo Martynova e Renneboog (2008), è cruciale capire perché e quando si verificano le onde di M&A quando si cerca una risposta alla domanda se le transazioni M&A creeranno o distruggeranno valore. Il fatto che le operazioni di fusione e acquisizione tendino a verificarsi a “ondate” è stato un fenomeno riconosciuto e ampiamente analizzato attraverso numerose ricerche accademiche; tuttavia, sebbene il fenomeno abbia suscitato molto interesse tra i ricercatori, Harford, in suo studio del 2005, afferma che non c'è un'opinione concordante sul perché si verificano tali ondate di fusioni e acquisizioni. Egli sostiene che le possibili spiegazioni possono derivare da due possibili teorie: ipotesi neoclassica e ipotesi comportamentale. Come anticipato in precedenza, i due presupposti fondamentali dell'economia neoclassica sono rappresentati dalla volontà dei manager di massimizzare la ricchezza degli azionisti e dalla presunzione di efficienza dei mercati finanziari. La teoria neoclassica sostiene quindi che tali ondate sono il risultato delle risposte delle aziende per migliorare la propria efficienza operativa, a seguito di shock tecnologici, regolamentari ed economici. A tal riguardo le scosse tecnologiche possono verificarsi in molti modi in quanto gli sviluppi tecnologici possono portare a cambiamenti drastici sia nelle industrie esistenti, che persino possono portare alla creazione di nuovi settori o business; le scosse regolamentari possono verificarsi in seguito all'eliminazione di barriere

regolamentari che fino a quel momento potrebbero aver impedito le fusioni aziendali; e infine le scosse economiche si verificano generalmente sotto forma di espansioni economiche, che incoraggiano le aziende a espandersi per soddisfare la domanda aggregata in rapida crescita nell'economia, e a tale scopo le acquisizioni rappresentano spesso una forma più rapida di espansione rispetto alla crescita organica e interna. Shleifer e Vishny (2003) sostengono che, anche se la teoria neoclassica costituisce una buona base di analisi ed esplicazione del fenomeno delle M&A, è tuttavia incompleta. I due autori sostengono infatti che concentrarsi solo sugli shock specifici di un settore, non rende possibile dare una spiegazione circa quelle che sono le ondate cosiddette “aggregate” delle operazioni di fusione e acquisizione, a meno che una varietà di settori non subisca scosse contemporaneamente; criticano altresì anche l'ipotesi neoclassica per non considerare il metodo di pagamento, ovvero se la transazione avviene per mezzo di contanti o azioni. Infine, mettono anche in dubbio l'assunto chiave della teoria neoclassica in base al quale le fusioni e le acquisizioni aumentano la redditività, e propongono quindi la teoria comportamentale come una migliore alternativa per spiegare il perché del verificarsi di queste M&A waves. Questa teoria si basa principalmente sull'ipotesi di una valutazione errata, nel senso suggerisce che i manager approfittino di azioni temporaneamente sopravvalutate per acquistare attività di aziende invece sottovalutate. Affinché le acquisizioni si concentrino in ondate, questa ipotesi richiede che le valutazioni di molte aziende, attuate mediante il rapporto “prezzo/utile” o il rapporto “valore di mercato/patrimonio netto”, rispetto ad altre aziende, aumentino simultaneamente. I manager che allora ritengono che il loro patrimonio azionario sia sopravvalutato acquisiscono società target i cui titoli sono presumibilmente meno sopravvalutati. Shleifer e Vishny (2003) hanno esaminato approfonditamente tale ipotesi comportamentale; le assunzioni fondamentali del loro modello sono: che i mercati finanziari siano inefficienti, motivo per il quale quindi alcune aziende sono valutate erroneamente, mentre i dirigenti sono completamente razionali, per cui comprendono tale inefficienza del mercato e approfittano della valutazione errata dello stesso. Gli autori sostengono, cioè, che l'attività di M&A tende a intensificarsi proprio quando molte aziende diventano temporaneamente sopravvalutate durante i periodi di mercato rialzisti, e i manager delle aziende acquirenti sfruttano questa opportunità per scambiare le loro azioni sopravvalutate con attività di società meno sopravvalutate. Dall'altra parte, si presume che i manager delle aziende target puntino a massimizzare i propri interessi di breve termine e accettino queste offerte, anche se consapevoli di star danneggiando gli investitori a lungo termine. Altri autori ancora, Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004) giungono a conclusioni simili, ma sostengono che i manager delle società acquisite accettano le azioni dell'offerente, seppur temporaneamente sopravvalutate, perché sovrastimano le sinergie

potenzialmente ottenibili attraverso l'operazione. Diversi studi empirici più recenti confermano inoltre che le fluttuazioni a lungo termine nelle valutazioni di mercato e il volume delle attività di M&A sono correlati positivamente, tuttavia, è meno chiaro se siano le valutazioni elevate a far incrementare il numero di transazioni di M&A, o viceversa se un incremento di tali operazioni stimoli a rialzo le valutazioni di mercato (DePamphilis 2009). Nel confronto tra le due differenti teorie diffuse per spiegare il fenomeno delle M&A waves, ovvero l'ipotesi neoclassica e quella comportamentale, Harford (2005) supporta maggiormente l'ipotesi neoclassica. Tuttavia, egli sostiene che shock economici, regolamentari e tecnologici da soli di solito non sono sufficienti per creare un'onda di Merger and Acquisition; per arrivare a tale conclusione Harford ha studiato 35 ondate di fusioni e acquisizioni che sono avvenute nel periodo compreso tra il 1981 e il 2000, concludendo che questi shock esterni possono sì generare tali ondate, ma se lo shock porta o meno a un'onda di fusioni e acquisizioni dipende in gran parte dalla presenza di liquidità complessiva sufficiente. Egli sottolinea che le ondate di M&A richiedono sia una ragione economica, ovvero costi di transazione relativamente bassi, che una liquidità complessiva sufficiente per creare volumi di transazioni adeguatamente elevati. Infine, egli sostiene che l'effetto di questo elemento macroeconomico di liquidità del capitale provoca il concentrarsi nel tempo di queste ondate anche senza il verificarsi degli shock sopra menzionati; e questo è stato evidente soprattutto durante la sesta ondata di fusioni avvenuta tra il 2003 e il 2008, quando il costo del capitale particolarmente basso ha svolto un ruolo determinante. Secondo Martynova e Renneboog (2008), le teorie sulle ondate di fusioni e acquisizioni possono essere ampiamente categorizzate in quattro gruppi. Oltre alle due teorie menzionate in precedenza, affermano che anche decisioni manageriali irrazionali o volte al conseguimento esclusivamente di interessi egoistici, possono portare al verificarsi di un'onda di transazioni di questo tipo. A tal riguardo la ricerca empirica precedente mostra che un'ampia percentuale di fusioni e acquisizioni risulta essere dannosa per il valore aziendale, e implicazioni quali l'insorgenza di problemi di agenzia e presunzione gestionale sono spesso considerati come la causa principale che dà vita a queste operazioni che distruggono valore. Tipicamente, sono richieste alcune forze esterne per innescare un'onda di fusioni e acquisizioni, come shock settoriali o mercati finanziari in espansione, ma la letteratura empirica mostra che le decisioni manageriali egoistiche, volte cioè a soddisfare solo interessi personali, o irrazionali, sono parte delle motivazioni chiave dietro le transazioni di M&A. Finora, la letteratura accademica ha identificato sei M&A waves, e alcuni economisti sostengono che attualmente stiamo vivendo la settima ondata. Le prime due furono principalmente un fenomeno statunitense, e solo dalla quinta iniziò a diventare un fenomeno veramente globale. Secondo

Gaughan (2015), la prima ondata di fusioni e acquisizioni si verificò nei mercati statunitensi dopo la depressione del 1883, durante gli anni 1897-1904. Fattori come cambiamenti tecnologici radicali, espansione economica, innovazioni nei processi industriali, crescita del mercato finanziario e di scambio di azioni al NYSE, e nuove legislazioni statali sulle incorporazioni stimolarono tali operazioni nel corso di questo periodo. La prima ondata è caratterizzata principalmente da M&A orizzontali tra le grandi produzioni industriali del tempo. Stigler (1950) definì le operazioni avvenute in questo periodo come "fusioni per formare monopoli" in quanto, durante questi anni, molte grandi società che catturarono la maggior parte delle quote di mercato nei rispettivi business, furono create attraverso fusioni. Come affermato da Gaughan (2015), furono poi una serie di fattori economici a causare la fine della prima ondata di fusioni: in primis fu il crollo del trust delle costruzioni navali avvenuto all'inizio del 1900, il secondo e ancora più significativo fattore fu il crollo del mercato azionario nel 1904, seguito ancora dal panico scoppiato nel settore bancario del 1907. A seguito della Prima guerra mondiale, l'attività di M&A rimase a un livello modesto fino alla fine degli anni '10, mentre la seconda ondata iniziò a evolversi durante la guerra nel 1916 e durò fino al 1929. Il boom economico esplosivo dopo la guerra generò abbondante capitale, rendendo ancora più accessibili gli investimenti nei mercati finanziari, e alimentando numerose attività di fusioni e acquisizioni. Stigler (1950) descrive la seconda ondata di acquisizioni come un passo verso gli oligopoli perché alla fine di questa ondata i mercati non erano più dominati da una grande azienda ma piuttosto da due o più imprese. Questo cambiamento fu guidato da un'applicazione più efficace della legge antimonopolio a seguito della decisione del 1904 della Northern Securities e del Clayton Antitrust Act del 1914. Tuttavia, il crollo del mercato azionario nel 1929, passato alla storia come il "giovedì nero", e la conseguente depressione economica portarono al crollo della seconda ondata di acquisizioni; inoltre, la Seconda Guerra Mondiale e la depressione economica globale degli anni '30 impedirono l'emergere di una nuova ondata di fusioni per alcune decadi. L'attività di fusioni e acquisizioni tornò a crescere nuovamente solo negli anni '50, con un ulteriore e più incisivo incremento avvenuto dopo il 1965, fino a raggiungere il picco nel 1968, motivo per cui alcuni autori documentano la terza ondata di fusioni nel periodo 1965-1969 (DePamphilis 2013). L'attività di M&A raggiunse livelli storicamente elevati durante questa terza ondata, e a causa di un gran numero di fusioni avvenute tra aziende non correlate, è spesso caratterizzata come un'onda di fusioni conglomerati. La terza ondata di fusioni si concluse nel 1973 quando la crisi petrolifera portò l'economia globale in recessione, ma meno di dieci anni dopo, esattamente nel 1981, iniziò la quarta ondata, una volta che ormai il mercato azionario si era ripreso dalla precedente recessione economica. Come

motivo principale sottostante l'avvento della quarta ondata di fusioni e acquisizioni, la letteratura accademica suggerisce che le aziende fossero costrette a riorganizzare i propri business in quanto le combinazioni aziendali conglomerati create durante la precedente ondata di fusioni erano diventate inefficienti (Martynova and Renneboog, 2008). Caratteristiche diverse rispetto alle ondate precedenti furono l'aumento delle acquisizioni ostili, il cambiamento della fonte di finanziamento, passata ad essere costituita principalmente da debito e non più da capitale proprio, e l'insorgere di operazioni di maggiore entità. Tra il 1974 e il 1986, infatti, il numero di transazioni del valore di almeno 100 milioni di dollari aumentò più di 23 volte; e questa rappresentò una grande differenza rispetto alla precedente ondata, in cui predominavano le fusioni e acquisizioni di piccole e medie imprese. Come tutte le ondate precedenti, la quarta ondata di si concluse quando l'attività di fusioni e acquisizioni crollò dopo il declino del mercato azionario, questa volta nel 1987. Si passò quindi alla quinta ondata di M&A, la quale può essere considerata iniziata nel 1993. Tale ondata emerse insieme a economie e mercati finanziari in espansione, guidati da una combinazione di fattori particolarmente rilevanti: la crescente globalizzazione economica, la rivoluzione tecnologica dell'informazione, la tendenza globale verso la privatizzazione e una serie di riduzioni delle barriere commerciali (DePamphilis, 2013). La caratteristica principale di questa ondata è stata la sua natura veramente internazionale, poiché l'attività di fusioni e acquisizioni è cresciuta notevolmente anche in Europa, Asia, così come in America Centrale e del Sud, oltre che negli Stati Uniti; e nel 1990 il mercato europeo delle fusioni e acquisizioni raggiunse inoltre quasi il livello degli Stati Uniti. Il numero di acquisizioni transfrontaliere in quel periodo aumentò considerevolmente a causa della globalizzazione, e il motivo principale di quelle operazioni di fusione e acquisizione consisteva nel voler accedere ai mercati globalizzati attraverso una crescita più repentina, e si tornò a finanziare di nuovo le transazioni attraverso equity e non debito, il che ha portato a meno combinazioni realizzate tramite leva. Anche durante la quinta ondata si verificarono delle cosiddette "mega-fusioni", ma le acquisizioni ostili diminuirono sia negli Stati Uniti che nel Regno Unito, a differenza di quanto avvenne in Europa continentale dove si continuò a registrare un aumento di questo takeover ostili. La quinta ondata di acquisizioni crollò all'inizio del XXI secolo, in seguito allo scoppio della bolla speculativa relativa alle cosiddette società Dot-com.

Il volume delle operazioni di Merger and Acquisition è aumentato nuovamente nel 2003, circa due anni dopo gli attacchi terroristici dell'11 settembre, segnando l'inizio della sesta ondata. Questa si è caratterizzata per l'avvento di un gran numero di investitori di private equity, che

acquistavano aziende principalmente per scopi speculativi. Ciò è dovuto soprattutto a tassi di interesse storicamente bassi, i quali hanno alimentato l'economia, dando sì un impulso all'attività di M&A, ma hanno anche offerto un notevole impulso al settore del private equity, che ha assunto di conseguenza un ruolo principale in tale ambito di operazioni. Ancora una volta, rispetto alle ondate precedenti, sono stati stabiliti nuovi record nel numero totale e nel valore delle transazioni. Questa ondata includeva molte transazioni transfrontaliere e un numero modesto di acquisizioni ostili. Non sorprendentemente, la sesta ondata è giunta al termine quando l'attività di fusioni e acquisizioni è crollata a causa della crisi finanziaria del 2008 e della successiva recessione. (Gaughan 2015) L'attività di fusioni e acquisizioni è aumentata nuovamente, seppur con una certa cautela, dopo la crisi finanziaria e fino a registrare un aumento significativo nel 2014. L'andamento positivo è proseguito nel 2015 e l'attività di fusioni e acquisizioni ha raggiunto quasi il suo livello più alto di sempre, registrato nel 2007, ovvero poco prima della crisi finanziaria. Questa volta, l'ondata è stata prevalentemente guidata da sviluppi nel settore finanziario e della tecnologia dell'informazione, e anche dall'aumento delle attività di ristrutturazione nei settori delle telecomunicazioni. Lasher (2016) afferma infine che sta diventando sempre più chiaro che stiamo entrando in una settima ondata di fusioni, tuttavia, nonostante il numero di transazioni di fusioni e acquisizioni a livello globale sia rimasto relativamente alto, il valore totale delle transazioni è leggermente diminuito rispetto al 2015, a causa prima della diffusione del COVID-19, e poi delle forti tensioni geopolitiche scoppiate negli ultimi anni, tra cui la più disastrosa culminata con la guerra tra Russia e Ucraina. Come visto fino ad ora ogni ondata di fusioni ha le proprie caratteristiche e differenze rispetto ai suoi predecessori. Tuttavia, le ondate condividono anche alcune interessanti somiglianze: ogni ondata infatti sembra emergere quando l'economia inizia a mostrare segni di ripresa e viene spinta ulteriormente nei periodi in cui i mercati azionari sono in espansione, e talvolta si sono concluse in seguito alle varie crisi che hanno colpito i mercati finanziari nel corso degli anni; inoltre, molto spesso, a dare impulso alle diverse ondate sembra aver inciso anche il verificarsi di shock industriali, tecnologici e regolamentari.

2.4 Ultimi trend e previsioni per il 2024

Alla fine del 2022, l'alta volatilità dei mercati finanziari globali e i timori di una possibile recessione avevano portato a una diminuzione dell'attività di deal rispetto ai livelli record del 2021, ma il tasso complessivo di attività di fusioni e acquisizioni nel 2022 era ritenuto, secondo gli standard storici, ancora sano. Nel 2023 invece, con l'aumento costante dei tassi di interesse,

l'inflazione persistente, l'incertezza geopolitica e un'attenzione regolamentare più intensa in molte giurisdizioni, l'attività globale delle operazioni di fusione e acquisizione ha rallentato ulteriormente: il volume complessivo di tali operazioni a livello globale, pari a 1,95 trilioni di dollari durante il terzo trimestre di quell'anno, rappresentava un calo del 27% in termini di volume di dollari rispetto all'anno precedente, con anche il numero di operazioni in ribasso del 7%. Tale trend al ribasso si è confermato anche nell'ultimo trimestre 2023, confermando le aspettative degli analisti, le quali indicavano che ci sarebbero stati meno di 3 trilioni di dollari di volumi di M&A per l'intero anno, per la prima volta dal 2013. Il calo dell'attività di fusione e acquisizione negli Stati Uniti è stato meno severo, con volumi nei primi tre trimestri in calo del 24% anno su anno, e il numero di operazioni in ribasso del 4%, con un modesto aumento dell'attività all'inizio del quarto trimestre, guidato da operazioni nel settore petrolifero. La diminuzione dei volumi di fusioni e acquisizioni sembra essere stato però principalmente una questione di dimensioni: nel complesso, infatti, le transazioni di valore superiore a 1 miliardo di dollari sono diminuite più del doppio rispetto alle transazioni di valore inferiore a 1 miliardo di dollari. Ci sono alcune ragioni per cui le transazioni più piccole sono risultate meno colpite, e si prevede inoltre che si riprenderanno prima: una di queste è la volatilità, in quanto le grandi transazioni sono più suscettibili all'influenza delle forze globali di mercato, mentre quelle di più piccole dimensioni non sono colpite in modo così significativo dalla volatilità e sono meno inclini a deviare a causa di forze esterne. Inoltre, le transazioni più piccole sono anche meno costose, motivo per il quale le aziende potrebbero comunque essere in grado di finanziare l'acquisto con riserve esistenti o vendendo degli asset in possesso, anziché cercare finanziamenti esterni. Di conseguenza, i tassi di interesse elevati non sono un deterrente così forte come lo sono per le aziende che devono finanziare la loro attività di fusioni e acquisizioni ricorrendo in misura maggiore al debito. Anche l'ambiente normativo gioca un ruolo importante in tale ambito; in particolar modo le grandi transazioni sono soggette a regolamentazioni più rigorose rispetto a quelle più piccole, e tali questioni normative e di conformità possono scoraggiare una grande azienda dall'intraprendere un processo di fusione e acquisizione, specialmente in contesti così turbolenti. Passando alle previsioni per il 2024, complessivamente, gli analisti concordano generalmente sul fatto che l'attività di fusioni e acquisizioni aumenterà, tuttavia, esprimono cautela sottolineando che l'aumento potrebbe non essere così immediato a causa della persistenza dei diversi fattori annoverati in precedenza. Tra questi, l'inflazione e la correlata sfida all'accesso di capitale a titolo di prestito sono una delle principali preoccupazioni per molti potenziali operatori, che esitano a prendere in prestito denaro nell'attuale contesto, a meno che non sia assolutamente necessario. Tuttavia, alcuni analisti ritengono che le attuali

condizioni del mercato possano portare di per sé a concrete opportunità per un rinvigorismento del volume delle attività di M&A, soprattutto in considerazione di un forte aumento nei processi di ristrutturazione aziendale implementati da numerose società operanti in svariati settori. Un chiaro esempio in tale ambito, avvenuto nel 2023 e che ha portato un sostanziale aumento delle transazioni di M&A, è rappresentato dalle acquisizioni nel settore finanziario scatenate dai fallimenti delle banche statunitensi, con il caso più noto che è stato il fallimento della Silicon Valley Bank. Sebbene questo tipo di fusioni e acquisizioni potrebbe non essere auspicato, rappresenta spesso la scelta migliore per un'azienda che sta avendo difficoltà finanziarie nell'attuale ambiente competitivo e di mercato.

2.4.1 Focus sul mercato Europeo

L'attività recente di M&A in Europa ha rispecchiato le tendenze globali. L'attività è salita a livelli record nel 2021, mantenendo un certo slancio anche nella prima metà del 2022, seguito poi da un rallentamento nella seconda metà dello stesso anno che si è protratto fino all'inizio del 2023. A livello generale, il valore delle operazioni di fusione e acquisizione europee è diminuito del 55% dalla prima metà del 2022 alla prima metà del 2023, superando il calo del 45% verificatosi a livello globale. Si è poi assistito ad un rimbalzo durante la seconda metà dell'ultimo anno, caratterizzato principalmente da una serie di grandi operazioni, vale a dire quelle con un valore superiore a 500 milioni di dollari. Tuttavia, nonostante questa inversione di tendenza, l'attività continua a restare al di sotto delle medie a lungo termine. Un dato di rilievo che ha caratterizzato il mercato europeo riguarda i settori della green technology, dei materiali e dei software, che sono rimasti relativamente attivi per tutto il 2023, soprattutto per le operazioni di maggiori dimensioni:

- **Green technology:** la transizione energetica sta promuovendo operazioni che coinvolgono la “tecnologia verde” in numerosi settori, tra i quali, ad esempio, quello dei riscaldamenti. L'esempio più prominente è l'acquisizione della divisione Climate Solutions di Viessmann in Germania da parte di Carrier Global, del valore di 13,2 miliardi di dollari.
- **Materiali:** grandi operazioni di M&A sono state stimulate dalla domanda in evoluzione di risorse specifiche e dai prezzi allettanti delle materie prime per metalli, miniere e prodotti agricoli. Un esempio significativo è l'offerta di Glencore con sede in Svizzera per acquisire Teck Resources per 31,4 miliardi di dollari.

- Software: l'attività di M&A nel settore del software, sebbene abbia perso parte dello slancio durante il periodo di ripresa post COVID-19, rimane di grande interesse per acquirenti strategici e di private equity, come dimostra l'offerta di Bain Capital di 3,8 miliardi di dollari per SoftwareONE.

A tal proposito numerosi operatori di private equity hanno realizzato diverse operazioni di rilievo proprio in Europa, come l'acquisto, tra i vari, di Dechra Pharmaceuticals da parte di EQT, del valore di ben 5,5 miliardi di dollari. Tuttavia, l'attività di deal che coinvolge il private equity e il venture capital è diminuita significativamente rispetto ai livelli massimi, con la percentuale di operazioni di M&A europee che coinvolgono il private equity è scesa dal 39% registrati nel 2021 al 36% nella prima metà del 2023, ovvero una diminuzione più marcata rispetto alla media globale. Oltre alle tendenze specifiche del settore, un momento definitorio per le operazioni di fusione e acquisizione in Europa nel 2023 è stata l'acquisizione di Credit Suisse da parte di UBS per 3,3 miliardi di dollari avvenuta a marzo. L'affare ha svolto un ruolo cruciale nella stabilizzazione dei mercati finanziari in quel momento, in quanto il percorso delle operazioni di fusione e acquisizione europee potrebbe aver preso una piega drasticamente diversa se questa transazione non fosse proceduta senza intoppi. Un altro affare di rilievo è avvenuto nel settore dell'imballaggio, con la fusione tra WestRock, società con sede negli Stati Uniti, e l'azienda irlandese Smurfit Kappa, annunciata a settembre e del valore di 11,5 miliardi di dollari. Nonostante gli operatori europei debbano affrontare una serie di sfide, tra cui la volatilità del mercato e l'incertezza macroeconomica e geopolitica persistente, essi possono anche contare su una serie di fattori propulsivi, che possono stimolare il mercato già a partire da inizio anno:

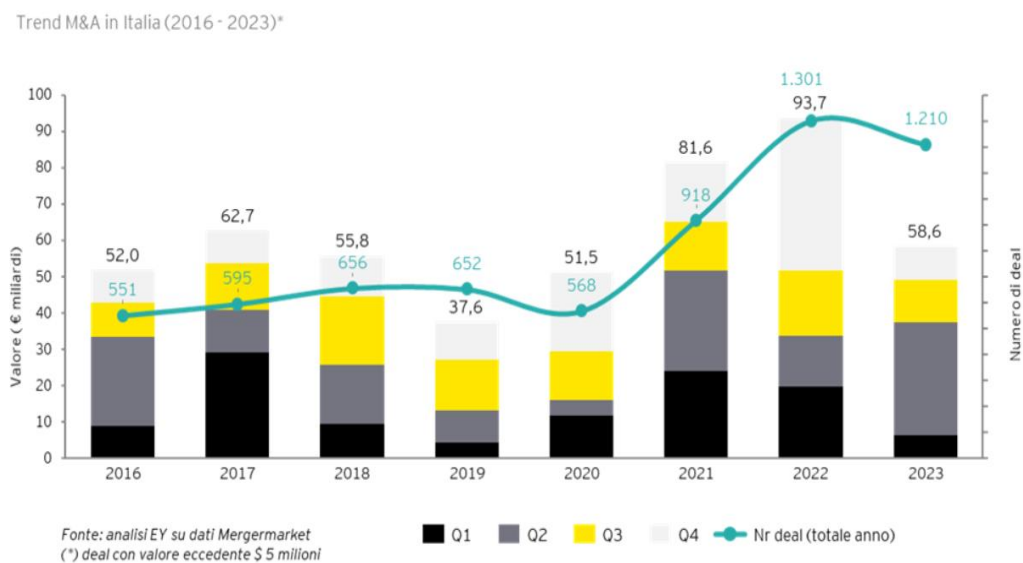
- Transizione energetica: l'imperativo di investire nell'indipendenza energetica europea e nella transizione verso energie rinnovabili influenzerà diversi settori, come già evidenziato in relazione alla green technology.
- Transizione automobilistica: la transizione dell'industria automobilistica verso propulsori alternativi porterà a più operazioni, ad esempio per garantire le catene di approvvigionamento o ottenere accesso a tecnologie idonee. Esempi precoci di tali operazioni sono l'investimento di 650 milioni di dollari da parte di Volkswagen e la collaborazione con il produttore cinese di veicoli elettrici Xpeng, e l'acquisizione del 33,3% di interesse nella joint venture di celle a combustibile Symbio da parte di Stellantis.

- Competenze digitali: la spinta urgente per espandere le competenze digitali e tecnologiche, specialmente alla luce delle continue innovazioni nell'IA generativa, promuoverà acquisizioni per ottenere competenze rilevanti. Un esempio è l'acquisizione da parte di BioNTech della startup di intelligenza artificiale InstaDeep, del valore di 680 milioni di dollari.

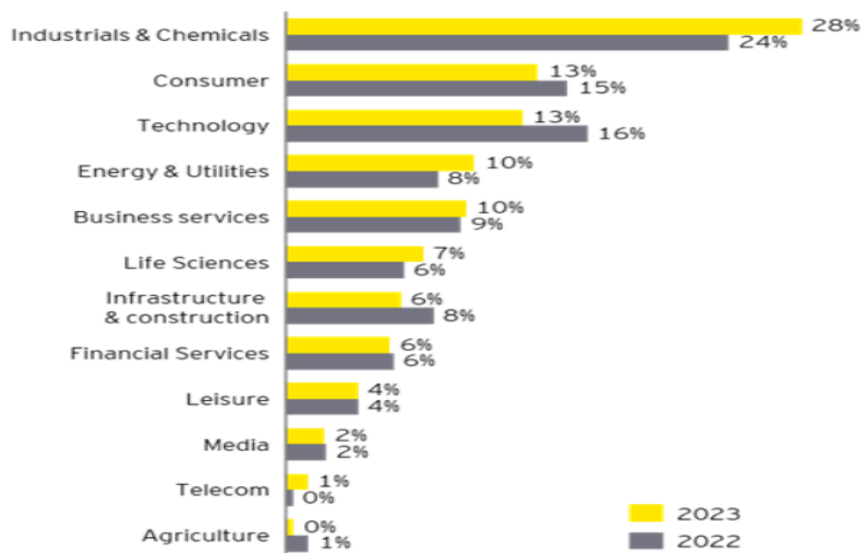
2.4.2 Scenario italiano

In un periodo caratterizzato da una generale contrazione delle attività di fusione e acquisizione a livello globale, l'industria italiana si distingue per un non trascurabile andamento positivo, e questo è dovuto principalmente dalla presenza di una fitta rete di PMI, soprattutto nel settore manifatturiero. Come si evince dalle parole di Nicola Anzivino, l'Italia è meno impattata dalla crisi generale delle operazioni di M&A, causata dall'inflazione e dall'aumento dei tassi, in quanto il nostro Paese è caratterizzato dalla presenza del cosiddetto “middle market”, vale a dire una fascia di operazioni di piccole dimensioni legate a logiche tutt'altro che speculative: in particolar modo le PMI concludono affari mirati a introdurre nuove competenze e tecnologie, spesso anche in una logica di corporate restructuring, non solo cioè con l'obiettivo di conquistare nuove quote di mercato. Nel frattempo, le multinazionali italiane di dimensioni contenute risultano sempre più interessanti per aziende americane o cinesi desiderose di stabilire la propria base in Europa. Come si evince dai dati registrati, mentre nel primo semestre del 2023 le operazioni di fusione e acquisizione nel settore manifatturiero hanno registrato un decremento del 10% a livello mondiale, in Italia sono cresciute del 17%; e tale trend si è confermato anche nella seconda metà dell'anno, facendo ben sperare che continui anche per tutto il 2024. Inoltre, secondo le ultime comunicazione rinvenute da Pwc e da Industria Italiana, nel 2023 le operazioni di fusione e acquisizione globali nel settore manifatturiero hanno evidenziato una diminuzione anche in termini di valore delle transazioni stesse, pari cioè al -15%. In contrasto, il settore “Aerospazio e Difesa” ha registrato una crescita del +7% in termini di volumi, mentre il settore “Ingegneria e Costruzioni” è rimasto in difficoltà, registrando un -23%. Per quanto riguarda l'Italia, abbiamo visto che le operazioni di fusione e acquisizione nel settore manifatturiero sono cresciute del 17% in termini di volumi, e così anche il settore Automotive ha mostrato un andamento particolarmente positivo, pari al +45%. In contrazione, invece, è stato il settore dell'Ingegneria e Costruzioni, il quale ha registrato un calo del -8%, comunque in misura minore rispetto al mercato M&A globale. Si osserva infine anche un aumento della presenza dei fondi di Private Equity nel mercato M&A italiano, vale a dire un 46% in termini

di volumi nei primi mesi del 2023 rispetto al 40% nello stesso periodo del 2022, anche se con operazioni di minori dimensioni rispetto a quelle osservate negli anni precedenti. Secondo i dati emersi dal report di fine anno di Ernst and Young, il 2023 si conclude quindi confermando una solida attività di operazioni di M&A in territorio italiano, chiudendo il periodo con circa 1210 transazioni, corrispondenti a un controvalore in euro pari a 58,6 miliardi.



A livello settoriale, i comparti Industrials & Chemicals (28%), Energy & Utilities (10%), Business services (10%) e Life sciences (7%) costituiscono i settori principali del mercato in base al numero di operazioni. Al contrario, i settori beni di consumo (13%), Technology (13%), infrastrutture e costruzioni (6%) evidenziano un leggero calo rispetto all'anno precedente, sebbene si sia registrata una crescita in termini assoluti. Per quanto riguarda il valore, il settore Telecom, e in particolare i relativi asset infrastrutturali, attraggono quote significative di investimenti, mentre i settori manifatturiero e dei Financial services, sia in termini di rilevanza dei volumi di investimento nel 2023 che in linea con la loro incidenza per il numero di transazioni, confermano l'interesse degli investitori.



Fonte: analisi EY su dati Mergermarket

2.5 Processo delle operazioni di M&A

Per evitare potenziali problemi, è essenziale affrontare il processo di M&A attraverso diverse fasi. Secondo Weber et al. (2014), il processo di M&A può essere classificato nelle seguenti tre fasi principali interconnesse: la prima fase è quella della pianificazione e gestione strategica, la seconda comprende la negoziazione, la due diligence e l'accordo tra le parti in causa, e infine il terzo ed ultimo passaggio corrisponde all'implementazione della transazione e al successivo e delicato momento di integrazione post-acquisizione. Tuttavia, prima di entrare più nello specifico di queste tre distinte macrofasi, va sottolineato che i processi di acquisizione e fusione richiedono a monte la definizione di due componenti importanti: vale a dire il "working list group" e la "time line". Nel primo di questi due si stabiliscono tutte le persone da coinvolgere nell'intero processo dell'operazione, e che dovranno quindi svolgere una serie di mansioni, quali: predisporre i vari documenti necessari al corretto svolgimento della transazione, effettuare la due diligence, gestire le richieste "last minute", convocare e partecipare ai management meeting, garantire il rispetto dei tempi, supportare il processo di negoziazione, e infine gestire il closing della transazione. A tale scopo vengono generalmente costituiti sia un team di lavoro interno che un gruppo di consulenti esterni professionisti, come contabili, avvocati, esperti di valutazione, banche d'investimento e, in alcune situazioni, anche esperti assicurativi; questo team di lavoro interno dovrebbe includere membri dai dipartimenti di pianificazione strategica, vendita e marketing, finanza e operations. Per aumentare la ricchezza di tutti gli shareholder e trasformare queste operazioni in acquisizioni di successo è

fondamentale che ci sia un'interazione costante e un pensiero coeso tra tutti i membri dei vari team coinvolti durante le diverse fasi del processo di acquisizione. L'altro elemento accennato in precedenza è la time line, la quale serve infine a definire la tempistica delle varie attività, tenendo in considerazione che solitamente un'operazione di acquisizione/vendita richiede un arco temporale compreso tra i quattro e i cinque mesi.

2.5.1 Fase 1: pianificazione strategica

Nella fase di pianificazione, la direzione stabilisce i suoi obiettivi finanziari e strategici, determina le opzioni strategiche e chiarisce le vie attraverso le quali la strategia di fusione e acquisizione (M&A) può contribuire al raggiungimento degli obiettivi finanziari e strategici prefissati. Pertanto, i bisogni e i vantaggi dell'acquisizione vengono determinati in anticipo per obiettivi strategici come l'espansione o l'aumento delle linee di prodotto, delle tecnologie e dei servizi, l'ingresso in un nuovo settore o nuove aree geografiche, o l'accesso a fonti di distribuzione o fornitura; inoltre, si ritiene anche necessario stabilire gli obiettivi finanziari, come il miglioramento dei flussi di cassa, dell'EBITDA, dei ricavi o di altri traguardi da raggiungere. La strategia e gli obiettivi fungono da base per i criteri da utilizzare nella selezione dell'azienda target da acquisire, e costituiscono di conseguenza il fondamento del piano di acquisizione, ad esempio determinando gli obiettivi dell'acquisizione (migliorare i vantaggi competitivi, aumentare la quota di mercato, espandersi in una nuova industria, acquisire ulteriori capacità competitive, stabilire una base nel mercato globale, ecc.), caratterizzando l'azienda target (competitività, tecnologia, dimensioni e settore), e specificando il tipo di possibili fusioni e acquisizioni (concorrente, fornitore, venditore di prodotti complementari e cliente). Esaminare e selezionare le alternative strategiche diventa quindi un momento di fondamentale importanza, anche perché lo studio delle alternative può fornire una più consapevole stima del valore dell'azienda target e di tutta una serie di altri aspetti non necessariamente direttamente correlati al prezzo di vendita, che aiutano nella definizione delle trattative. Dopo aver individuato le varie alternative, i criteri per classificarle possono essere, ad esempio, il grado di sinergia con ciascuna possibile acquisizione, le barriere che possono ostacolare codeste sinergie (come, ad esempio, differenze culturali troppo radicali) e le conseguenti complessità nell'integrare le due organizzazioni, il trasferimento di conoscenze, e ovviamente il valore finanziario e i costi dell'acquisizione. L'esame e la classificazione sono quindi influenzati non solo dagli obiettivi strategici, che solitamente sono la principale attenzione di molti operatori durante le fasi iniziali dell'acquisizione, ma anche dal processo di pianificazione dell'integrazione e dalle sfide di

implementazione (Weber et al. 2014). Gli stessi autori sottolineano inoltre l'importanza di ottenere una stima strategica oltre che esclusivamente una stima finanziaria del valore dell'azienda target; questo perché è proprio la stima strategica che va a catturare, ad esempio, il potenziale di sinergia dell'acquisizione, il suo contributo alla strategia aziendale di fondo, quindi alla vision e alla mission, e agli obiettivi strategici predefiniti, il metodo di implementazione dell'acquisizione attraverso la pianificazione dell'imminente integrazione delle aziende, e così via. In alcune situazioni, proprio in seguito a una stima favorevole circa l'aspetto strategico derivante dall'acquisizione, il prezzo finale può essere più elevato rispetto a quanto proposto dalla sola stima finanziaria; in altri casi, invece, può verificarsi una situazione opposta, e le trattative possono concludersi con il pagamento di un prezzo inferiore rispetto al prezzo basato sulla stima finanziaria, o, ancora, la stima strategica e le potenziali sfide nell'implementazione scoperte nella fase di pianificazione dell'integrazione propongono di abbandonare del tutto questa alternativa di acquisizione. Pertanto, è essenziale pianificare l'integrazione e stimare attentamente i rischi e i costi associati all'integrazione prima che l'accordo venga firmato. “La pianificazione anticipata dell'integrazione fornisce informazioni importanti, che dovrebbero far parte del processo di negoziazione e influenzare la decisione di acquisire l'azienda target e, in tal caso, influenzare diverse parti dell'accordo, come il prezzo e i pagamenti” (Weber et al. 2014).

2.5.2 Fase 2: Negoziazione, due diligence, agreement

La fase di negoziazione è un momento particolarmente critico in cui le parti coinvolte cercano di definire i termini e le condizioni dell'accordo; questa fase è caratterizzata da una serie di discussioni, trattative e decisioni che plasmano la struttura finale della transazione. Aspetto importante di questo particolare momento del processo consiste nella definizione dei termini finanziari, per cui le parti devono concordare sia sul prezzo di acquisto dell'azienda target che sulla modalità di pagamento, la quale, come già in precedenza affermato, può includere contanti, azioni, o una combinazione di entrambi. Inoltre, vanno definite anche tutte quelle che sono le cosiddette “condizioni contrattuali”, vale a dire che le parti in causa si impegnano a stabilire quali garanzie e rappresentazioni sono incluse nell'accordo: queste possono riguardare la situazione finanziaria, legale, operativa e altre aree chiave dell'azienda target. In tale ambito è importante anche la definizione della responsabilità in caso di inadempienze o situazioni impreviste. Seguono poi tutti gli accertamenti normativi e regolamentari del caso, attraverso i quali le società coinvolte devono assicurarsi che l'accordo sia conforme alle leggi e ai

regolamenti pertinenti, e tutte le approvazioni necessarie provenienti dalle autorità regolamentari devono essere identificate e ottenute. Al termine di questa fase di negoziazione. Emerge quindi come la fase di negoziazione richieda abilità diplomatiche, strategiche e di comunicazione, poiché le parti cercano di bilanciare i propri interessi e raggiungere un accordo vantaggioso per entrambe le organizzazioni; la trasparenza, la fiducia reciproca e la chiarezza nella documentazione sono elementi chiave per il successo di questa fase. Ad esempio, anche l'analisi delle differenze culturali può essere utile durante tale step del processo, in quanto tali informazioni sulle variazioni culturali, ottenute perlopiù dall'analisi svolta durante la fase di pianificazione e di scelta della target, possono essere utili quando si valutano i benefici dell'accordo. Molte ricerche confermano che una delle cause principali che ha portato, e continua a portare, allo sfumare di molti accordi è la significativa diversità culturale e di gestione intercorrente tra le due organizzazioni (Weber et al. 2014). Una volta che le parti sono d'accordo su tutti i termini della negoziazione, procedono alla stesura della cosiddetta "lettera di intenti", vale a dire un documento contenente gli aspetti salienti di tale fase negoziativa, e che assume le vesti di un accordo preliminare. Dopo che le fondamenta dell'accordo sono state gettate attraverso la fase di negoziazione, si entra in un momento cardine del processo delle operazioni di M&A: la fase di Due Diligence. Durante tale step l'acquirente esamina dettagliatamente la società target per valutare i rischi, le opportunità e l'accuratezza delle informazioni fornite fino a quel momento, e più in generale lo stato di salute della società oggetto di analisi. Per consentire lo svolgimento di un'analisi così approfondita, che copre diverse aree chiave, tra cui aspetti finanziari, legali, operativi, commerciali e riguardanti anche le risorse umane, viene messa a disposizione della società acquirente una cosiddetta "data room", ossia uno spazio regolamentato nel quale è possibile reperire i documenti sull'azienda necessari. Per quanto riguarda gli aspetti finanziari, oltre ad una verifica dell'accuratezza delle informazioni finanziarie fornite dalla società venditrice, va effettuata un'analisi approfondita dei bilanci, della contabilità e delle dichiarazioni finanziarie, così come delle passività e dei debiti, per valutare la salute finanziaria della società target, congiuntamente con l'esame dei flussi di cassa passati e previsti per valutare la liquidità e la capacità finanziaria della stessa. La Due Diligence "operativa" serve invece per un'analisi completa dei processi operativi, delle catene di approvvigionamento e della logistica, oltre che per una valutazione della qualità della gestione e della forza lavoro, inclusi piani di successione e cultura aziendale. Sul piano legale è importante condurre una revisione dei contratti esistenti, inclusi accordi con clienti, fornitori, dipendenti e altri stakeholder; così come un esame delle cause legali in corso o passate che potrebbero influenzare l'operazione, congiuntamente ad una verifica della conformità alle

normative di settore e locali. Generalmente, se ogni valutazione effettuata durante questa fase ha dato esito positivo, la Due Diligence culmina con una Binding Offer, ossia un'offerta formale e giuridicamente impegnativa presentata dalla società acquirente alla società bersaglio; questo tipo di offerta si dice “vincolante” nel senso che, se accettata dalla società target, obbliga entrambe le parti a procedere con l'operazione secondo i termini specificati nell'offerta stessa, circa il prezzo offerto, la modalità di pagamento, la struttura dell'operazione, e il contratto di compravendita che le società intenderanno firmare.

2.5.3 Fase 3: integrazione post acquisizione

La fase di integrazione post-acquisizione rappresenta un periodo cruciale nel processo di fusione e acquisizione, durante il quale l'acquirente lavora per amalgamare le operazioni e le risorse della società appena acquisita con le proprie. Questa fase ha l'obiettivo di massimizzare le sinergie, cioè i benefici strategici e operativi attesi dalla transazione. Inizialmente, la pianificazione strategica gioca un ruolo chiave, definendo chiaramente gli obiettivi strategici dell'operazione e sviluppando un piano dettagliato per l'integrazione: questo piano abbraccia vari aspetti, tra cui l'organizzazione e il personale, dove viene delineata una nuova struttura organizzativa unificata, insieme alla gestione delle risorse umane. Un altro aspetto critico è l'integrazione dei sistemi e della tecnologia, che coinvolge l'analisi e l'eventuale migrazione dei sistemi informativi per garantire una comunicazione efficiente, e a tal proposito la standardizzazione tecnologica è valutata e implementata per migliorare l'efficienza e garantire una coerenza operativa. Parallelamente, si lavora sulla razionalizzazione dei processi operativi per eliminare duplicazioni e migliorare l'efficienza, e per fare ciò, la gestione della catena di approvvigionamento è esaminata per identificare possibili miglioramenti e ottimizzazioni. Un aspetto di altrettanta importanza, come già accennato, riguarda la cultura aziendale, con un'attenzione particolare alla gestione del cambiamento e alla creazione di un ambiente aziendale armonico e proattivo; per ottenere questo risultato è necessario che le comunicazioni interne siano chiare ed efficaci e siano altresì trasmesse ai dipendenti per garantire una comprensione comune degli obiettivi e delle modifiche in corso. Anche la gestione delle relazioni con i clienti rappresenta una priorità, minimizzando gli impatti negativi e capitalizzando sulle opportunità di cross-selling, e allo stesso modo si valutano le relazioni con i partner commerciali per mantenere collaborazioni vantaggiose. In questa fase, viene generalmente istituito un sistema di monitoraggio delle performance attraverso indicatori chiave (Key Performance Indicator) per valutare l'efficacia dell'integrazione e la realizzazione delle

sinergie ricercate, e proprio sulla base di questo monitoraggio continuo, vengono apportati adattamenti e miglioramenti al piano di integrazione secondo le necessità riscontrate. L'intero processo richiede una leadership forte, una comunicazione efficace e una gestione attenta per garantire il successo dell'operazione e la massimizzazione del valore creato. La fase di integrazione post-acquisizione rappresenta il punto in cui gli sforzi di pianificazione e esecuzione convergono per dare forma a una nuova realtà aziendale. Anche Weber et al. (2014), forniscono uno schema su ciò che la pianificazione del processo di integrazione dovrebbe includere:

- Definizione della strategia di integrazione, struttura di gestione della transizione.
- Strategia di comunicazione, modifica della cultura aziendale dell'organizzazione.
- Gestione delle conseguenze delle differenze nelle culture organizzative e manageriali.
- Analisi precisa del capitale umano e la trattenuta delle persone chiave, coprendo tutte le questioni delle risorse umane come assunzioni, formazione, remunerazione, benefici e promozioni.

Inoltre, per gli autori le strategie di integrazione differiscono principalmente nell'enfasi posta su due fattori chiave: il potenziale di sinergia e gli sforzi di implementazione necessari per realizzare tali sinergie potenziali. Pertanto, nella scelta delle strategie di integrazione, l'acquirente deve valutare ogni sinergia potenzialmente ottenibile tramite l'operazione, esaminare le dimensioni e le caratteristiche della propria cultura aziendale e definire le differenze culturali aziendali e geografiche tra le due società. La valutazione sistematica e continua e lo sviluppo del processo sono fattori essenziali per il successo dell'acquisizione. Tecniche, modelli e misure per la valutazione e il controllo nelle quattro diverse aree presentate nello schema dovrebbero essere specificati in anticipo: performance finanziaria, misure di integrazione, misure operative e misure di cambiamento culturale. Questi indici e misure consentono ai manager di valutare la progressione e aiutano ad apportare le necessarie modifiche quando le prestazioni sono al di sotto degli standard definiti.

2.6 Fattori per un M&A di successo

Come abbiamo visto nel corso di questa tesi, tra le molteplici tattiche adottate, le operazioni di M&A emergono come un efficace strumento di ristrutturazione del portafoglio aziendale; l'integrazione di due realtà commerciali offre infatti l'opportunità di unire forze, sfruttare sinergie e conseguire obiettivi strategici al di là di quanto possa essere ottenuto individualmente. Tuttavia, non sempre tali operazioni portano i frutti sperati, e questo perché gli esiti delle fusioni e delle acquisizioni possono variare notevolmente a seconda di numerosi fattori, tra cui la strategia aziendale, l'attuazione, la gestione del cambiamento e le condizioni di mercato. A tal proposito, sono stati condotti diversi studi empirici sull'efficacia delle M&A, ma è importante notare che spesso le conclusioni possono essere complesse e discordanti, in quanto dipendono dalle specifiche circostanze e contesti in cui si verificano le transazioni; in generale, la letteratura accademica e gli studi di ricerca suggeriscono che le M&A possono essere un'arma a doppio taglio, con esiti positivi o negativi a seconda di come vengono gestite. Alcuni studi indicano che una percentuale significativa di M&A non raggiunge gli obiettivi prefissati, mentre altri suggeriscono che, quando ben pianificate e attuate, le M&A possono generare valore per le aziende coinvolte. Vediamo adesso, in base ai contributi di numerosi studiosi, alcuni dei fattori che possono influenzare il livello di successo delle fusioni e delle acquisizioni:

- a. Esperienza di operazioni passate: uno dei primi a esporsi su tale argomento fu Lubatkin (1983), dando vita, nel tempo, ad un dibattito su come l'esperienza di successo o insuccesso di fusioni e acquisizioni precedenti possa influenzare quelle successive. Egli, dal canto suo, sosteneva però che il successo in una precedente fusione e acquisizione non garantisse il successo anche in una nuova operazione. A sostegno di tale teoria ci sono stati d'altronde numerosi casi di aziende che hanno portato a termine con successo una prima operazione di M&A, mentre le successive si sono rivelate fallimentari; un caso di particolare rilevanza fu, ad esempio, sperimentato dalla società farmaceutica Pfizer. Nel 2009, Pfizer acquisì Wyeth, un'azienda operante sempre nel campo farmaceutico, in un affare del valore di circa 68 miliardi di dollari: l'acquisizione ha portato Pfizer a diversificare il suo portafoglio di prodotti farmaceutici e ad accrescere la sua presenza in settori chiave, come la ricerca e lo sviluppo di farmaci biotecnologici. L'operazione è stata quindi considerata un vero successo, portando a sinergie e aumentando la competitività dell'azienda nel mercato farmaceutico. Nel 2016, poi, Pfizer annunciò l'acquisizione di Allergan, un'operazione del valore di circa 160 miliardi di dollari; tuttavia, questa operazione si andò a scontrare con ostacoli significativi, in

seguito ai quali la società annullò l'operazione. L'acquisizione di Allergan è stata quindi considerata un insuccesso, e Pfizer ha dovuto affrontare costi significativi legati alla sua chiusura. D'altra parte, anche altri autori come Heleblian e Finkelstein (1999) concludono che non esiste una relazione rilevante e positiva tra le esperienze precedenti di fusioni e acquisizioni e quelle successive. In generale, ciò potrebbe essere spiegato considerando che ogni acquisizione è caratterizzata da specificità proprie, che richiedono abilità, competenze e capacità produttive diverse, e che il successo o l'insuccesso possono essere influenzati da variabili complesse, tra cui le condizioni di mercato, le regolamentazioni e la strategia aziendale specifica. Altri studi empirici mostrano invece come i risultati delle precedenti M&A aiutino nei nuovi processi di acquisizione, rappresentando un bagaglio di esperienze cumulate, utile per far sì che l'azienda non ricada in certi sbagli o commetta nuovi errori in fase di pianificazione o valutazione dell'operazione.

- b. Effetti di Trasferimento: gli effetti di trasferimento, noti anche come "transfer effects" nelle operazioni di fusione e acquisizione, si riferiscono agli impatti che le azioni e le decisioni compiute in una fase dell'operazione hanno sulla fase successiva; e questi effetti possono influenzare l'esito complessivo di successo o fallimento dell'intera operazione. Ecco come alcuni effetti di trasferimento possono manifestarsi e giocare un ruolo critico nella combinazione delle due imprese:
- Decisioni di Due Diligence: la qualità della fase di due diligence, ovvero l'analisi accurata delle condizioni finanziarie, legali e operative dell'azienda target, può influenzare significativamente il successo dell'operazione; se la due diligence è completa e accurata, riduce il rischio di sorprese negative dopo la chiusura dell'operazione.
 - Gestione del Cambiamento: le decisioni e le azioni legate alla gestione del cambiamento influiscono sulla transizione delle culture aziendali e sulla motivazione dei dipendenti e di chiunque è investito dall'operazione; una gestione del cambiamento efficace, basata su comunicazioni chiare ed immediate con dipendenti, clienti, fornitori e altre parti interessate, facilita l'integrazione delle attività e contribuisce al successo a lungo termine dell'operazione. Una comunicazione trasparente ed empatica può difatti contribuire a gestire le aspettative e a ottenere il sostegno necessario per il successo dell'operazione.

- **Integrazione Operativa e Tecnologica:** anche le scelte relative all'integrazione delle operazioni, dei sistemi e delle tecnologie, e quindi di tutte le risorse coinvolte nella transazione possono avere impatti significativi sulle efficienze operative e sulle potenziali sinergie tra le aziende coinvolte. Ad esempio, secondo Larsson e Finkelstein (1999), la combinazione di complementarità sostanziali nel marketing e nella produzione è uno dei principali fattori che influenzano il successo complessivo di un processo di M&A.
- c. **Dimensione delle aziende:** questo fattore è principalmente legato all'importanza e all'influenza che le dimensioni di un'azienda possono avere sul livello di successo o di fallimento di un'operazione di M&A. Al riguardo, risalta il contributo di Moeller et al. (2003), i quali hanno condotto un'analisi su più di diecimila operazioni di acquisizione e fusione avvenute negli Stati Uniti da parte di aziende quotate, per un valore totale di 3,4 miliardi di dollari, nel periodo dal 1980 al 2001. Lo studio ha concluso che in media la ricchezza delle aziende aumentava solo dell'1,1% in seguito all'annuncio dell'acquisizione, mentre andavano poi a perdere, in un momento successivo, circa 25,2 milioni di dollari di valore. Un'altra conclusione cui si può giungere in conseguenza dei risultati di questo studio è che, generalmente, è più probabile che siano piccole aziende a sperimentare acquisizioni di successo piuttosto che le grandi imprese. Complessivamente, infatti, il livello di integrazione raggiunto nei processi di M&A è più complesso per le aziende di maggiori dimensioni rispetto a quelle di minori dimensioni, anche nei casi in cui una grande impresa punti ad acquisirne una più piccola. Seppur, infatti, le big companies dispongano di maggiori risorse finanziarie e, di regola, di risorse manageriali di spessore, ci sono una serie di elementi a favore di quanto detto prima:
- **Agilità e Flessibilità:** le aziende più piccole spesso sono più agili e flessibili rispetto alle grandi imprese; questa agilità può facilitare una più rapida adattabilità alle nuove circostanze, semplificando la gestione dei cambiamenti derivanti dall'operazione di M&A.
 - **Minore Complessità Organizzativa:** le aziende minori tendono a essere organizzativamente meno complesse rispetto alle grandi imprese, e tale minore complessità può agevolare l'integrazione delle attività e dei processi, riducendo il rischio di problemi durante il processo di fusione.
 - **Minori Resistenze Interne:** come visto anche in precedenza, le resistenze interne da parte dei dipendenti possono rappresentare un ostacolo per questo tipo di

operazioni. Nelle aziende più piccole, i team possono essere più coinvolti e meno resistenti ai cambiamenti, semplificando l'adozione di nuove pratiche e processi.

d. Il Tipo di Proprietà delle Aziende: secondo Capron e Shen (2004) è difficile fare una distinzione tra i successi delle fusioni e acquisizioni realizzate su aziende private rispetto a quelle pubbliche; infatti, gli studi sull'efficacia delle operazioni di fusione e acquisizione tra società pubbliche e private sono numerosi e forniscono risultati eterogenei. La ricerca in questo campo ha esaminato vari aspetti, tra cui le performance post-acquisizione, la creazione di valore per gli azionisti, le sfide specifiche e i fattori determinanti del successo o dell'insuccesso nelle M&A. Alcuni di questi fattori determinanti emersi dagli studi sono

- Creazione di valore per gli azionisti: alcuni studi suggeriscono che le M&A tra società private possono generare maggiori benefici per gli azionisti rispetto a quelle tra società pubbliche; le società private, spesso più piccole e agili, potrebbero infatti, come affermato anche in precedenza, essere in grado di sfruttare meglio le sinergie operative e ottenere una maggiore flessibilità gestionale. Tuttavia, alcune ricerche indicano che le M&A tra società pubbliche possono ancora creare valore per gli azionisti, specialmente se gestite in modo oculato; tali società possono infatti beneficiare di una maggiore liquidità delle azioni e dell'accesso a risorse finanziarie più ampie.
- Focus settoriale e opportunità di crescita: le società private possono essere più focalizzate su settori specifici o mercati di nicchia, facilitando l'identificazione di sinergie e opportunità di crescita; dall'altro lato, però, le società pubbliche, con risorse finanziarie più ampie, hanno più possibilità di cercare opportunità di espansione in settori più ampi o strategici.
- Comunicazione e Governance: la comunicazione e la governance possono essere più flessibili nelle società private, semplificando la gestione delle aspettative e delle decisioni. Nelle società pubbliche, invece, la governance deve spesso rispettare normative e standard più rigorosi, rendendo fondamentale una comunicazione accurata.

e. Grado di correlazione tra le imprese: questo termine indica il grado di connessione, affinità o similitudine tra due imprese, ossia tra le loro attività, prodotti, servizi o settori di operazione. In altre parole, la correlazione esprime quanto due aziende siano vicine o simili nelle loro attività commerciali o nei mercati in cui operano. Secondo Lubatkin (1983), la correlazione influisce fortemente sui processi e sulle performance delle

operazioni di M&A. Inoltre, Homburg e Buceruis (2006) classificano la correlazione nei seguenti due tipi: relazione esterna, che è legata al livello di similarità all'interno dei mercati di destinazione e al posizionamento delle aziende sul mercato in termini di qualità del servizio o prodotto offerto e di prezzo; e relazione interna, ovvero legata al livello di affinità gestionale e operativa tra le due aziende, della cultura organizzativa, delle performance pre-acquisizione e dell'orientamento strategico. Inoltre, Shelton (1988) realizza una ulteriore distinzione tra due tipi di correlazione, più precisamente egli individua: una “complementarità correlata”, dove le aziende target forniscono all'acquirente nuovi prodotti, asset o competenze da sfruttare nei mercati già attualmente serviti dall'acquirente, piuttosto che fornire l'accesso a nuovi mercati; e una “supplementarità correlata”, in base alla quale l'azienda obiettivo fornisce all'acquirente l'accesso a nuovi clienti e a nuovi mercati, anziché nuovi asset o prodotti. Secondo tale modello sviluppato dall'autore, nelle situazioni in cui la similarità tra le aziende è elevata, si raggiunge, di conseguenza, un valore più alto durante il processo di acquisizione, mentre, per le M&A realizzate tra aziende con basso livello di correlazione, si verifica una perdita di valore, in media, del 15%.

- f. Modalità di pagamento: ci sono principalmente tre modi con cui l'azienda acquirente può effettuare la transazione: in contanti, con azioni, o con una combinazione di contanti e azioni. Uno studio empirico mostra che su circa 1.200 acquisizioni, si è verificato che le performance delle azioni erano migliori nelle aziende in cui il pagamento era in contanti piuttosto che in azioni. Inoltre, secondo Rappaport e Sirower (1999), le differenze nel successo che i processi di M&A hanno in relazione al metodo di pagamento sono principalmente legate al livello di fiducia percepita nell'acquirente, che risulta essere maggiore quando il pagamento avviene in contanti, in quanto un'acquisizione effettuata in contanti dimostra la forza finanziaria dell'acquirente.
- g. M&A nazionali vs M&A cross-border: sebbene Gugler et al. (2002) abbiano concluso che non vi sia alcuna differenza sostanziale nelle performance tra le fusioni e acquisizioni nazionali rispetto a quelle transfrontaliere, ci sono altri autori, come Shimizu et al. (2004), i quali ritengono invece che la distanza geografica crei sicuramente una sfida più complessa per chi acquisisce e influenzerà certamente le possibilità di successo dell'operazione. Le fusioni e acquisizioni cross-border possono infatti presentare sfide significative a causa delle differenze culturali, normative, linguistiche e operative tra i paesi coinvolti.

- h. Differenze culturali: le differenze culturali possono influenzare significativamente l'esito di un'operazione di fusione e acquisizione, sia in termini di successo che di fallimento; inoltre, tali sfide possono emergere a vari livelli, influenzando la comunicazione, la gestione del cambiamento, le relazioni tra i dipendenti e la coesione organizzativa. Tra i vari studi accademici che hanno sviluppato teorie su questo argomento, la teoria della congruenza culturale, sviluppata da Benjamin Schneider, rappresenta un quadro teorico cruciale per comprendere e gestire le dinamiche culturali nelle operazioni di fusione e acquisizione. L'autore sostiene che il successo di un'organizzazione sia strettamente legato all'allineamento armonioso tra la sua cultura organizzativa e gli obiettivi strategici, per cui, nel contesto delle M&A, dove la fusione di culture organizzative è all'ordine del giorno, la teoria della congruenza culturale assume un ruolo fondamentale. Affrontare queste differenze tra le organizzazioni coinvolte è essenziale per garantire una transizione fluida e per massimizzare il valore derivante dall'operazione. La cultura organizzativa, secondo Schneider, abbraccia una serie di elementi, tra cui valori condivisi, norme, pratiche, sistemi di ricompensa e struttura organizzativa, e tutti questi elementi devono essere allineati con la direzione strategica dell'azienda per garantire un ambiente organizzativo coeso e orientato al raggiungimento degli obiettivi prefissati. Nei processi di M&A, le differenze culturali possono emergere in vari modi, comprese le diverse prospettive sul lavoro, gli stili di comunicazione, le aspettative organizzative e i sistemi di valori; la mancanza di congruenza tra queste culture può portare, però, a sfide operative e di integrazione che minano il successo complessivo dell'operazione. In conclusione, quindi, è solo creando una congruenza culturale tra le organizzazioni coinvolte che si rende possibile massimizzare il successo a lungo termine delle operazioni di fusione e acquisizione.
- i. Efficacia dell'integrazione post-transazione: questo è senza dubbio uno dei parametri più rilevanti ai fini della determinazione del successo o del fallimento delle operazioni di M&A. Tra le varie teorie che cercano di approfondire tale argomento, la teoria delle relazioni Interorganizzative di Dyer e Singh offre un quadro concettuale prezioso per comprendere le dinamiche complesse delle relazioni tra aziende coinvolte in queste operazioni, focalizzandosi particolarmente sulla fase cruciale di integrazione post-fusione. Durante questa fase, le aziende devono affrontare sfide considerevoli per consolidare le rispettive culture organizzative, allineare le strategie e massimizzare le sinergie, e la teoria sottolinea che il successo di questa integrazione dipende in gran parte dalla gestione attenta delle relazioni Interorganizzative, che riguardano le interazioni e

le dinamiche tra le organizzazioni coinvolte. Uno degli aspetti chiave di questo modello è il riconoscimento dell'importanza della fiducia reciproca e della comprensione tra le parti coinvolte: infatti nelle M&A, dove le aziende portano con sé storie, valori e pratiche aziendali uniche, la costruzione di relazioni solide diventa un elemento critico per superare le barriere culturali e promuovere la collaborazione. Le aziende devono quindi riuscire a gestire la comunicazione in modo chiaro e trasparente, in modo che le informazioni fluiscano efficacemente tra tutte le organizzazioni interessate; d'altro canto, la mancanza di comunicazione o la comunicazione distorta possono portare a fraintendimenti e ostacolare il processo di integrazione. Un altro aspetto centrale della teoria è la gestione dei conflitti che possono emergere durante l'integrazione post-fusione.: la divergenza di prospettive, valori e priorità può portare a tensioni tra le parti coinvolte, e la capacità di gestire questi conflitti in modo costruttivo è essenziale per evitare impatti negativi sulla collaborazione e sulla produttività. Anche la teoria della "leadership trasformazionale" di Bass e Avolio offre un contributo importante nella trattazione delle operazioni di fusione e acquisizione, con particolare riferimento alla delicata fase di integrazione post-fusione. Questa prospettiva teorica sottolinea il potere di una leadership proattiva e focalizzata sul cambiamento, per gestire efficacemente le complesse dinamiche derivanti da una ristrutturazione di questo genere. Un elemento chiave di questa teoria è la cosiddetta "ispirazione visionaria", che implica la creazione di una visione chiara e motivante per il futuro dell'organizzazione. La considerazione individuale rappresenta un altro pilastro di questa teoria, implicando una profonda attenzione ai bisogni personali dei membri dell'organizzazione; in situazioni di M&A, dove le incertezze possono creare ansie, questa dimensione della leadership diventa quindi fondamentale per instaurare fiducia e tranquillità. In questo contesto, la leadership trasformazionale guida la gestione del cambiamento, facilitando una transizione fluida, promuovendo la costruzione di una cultura integrata e mantenendo elevati livelli di motivazione e impegno tra i dipendenti; inoltre, attraverso tale modello di leadership, le organizzazioni possono affrontare in modo efficace le sfide complesse della fase di integrazione post-fusione nelle M&A, creando un ambiente che favorisce la coesione, la creatività e l'adattamento continuo. La capacità di ispirare e guidare attraverso il cambiamento diventa, dunque, un fattore chiave nel determinare il successo complessivo di un'operazione di fusione e acquisizione.

2.7 Fattori di fallimento per un M&A

Secondo diverse ricerche effettuate in relazione ai fattori che causano i fallimenti delle fusioni e acquisizioni, sono emersi due elementi principali che, se gestiti in maniera erronea, possono condurre a delle operazioni fallimentari. Il primo di questi emerge dalla Teoria dell'Overpayment di Jensen (1986): secondo il noto accademico, l'overpayment in un'operazione di M&A, ossia il pagamento di un corrispettivo eccessivamente ed ingiustificatamente elevato, può derivare da aspettative irrealistiche o da un'eccessiva fiducia nel valore dell'azienda target. Un'offerta eccessivamente alta può portare però a una creazione di valore limitata per l'acquirente e aumentare il rischio di insuccesso dell'operazione. Il secondo punto che emerge dalla maggior parte delle ricerche empiriche è collegato, invece, alle inevitabili difficoltà che si manifestano durante la fase di integrazione tra le diverse aziende (Hitt et al., 2001). Al contrario, altri autori sostengono che ci sono tre ragioni che possono portare al fallimento delle M&A: un basso livello di comprensione strategica e eventuali motivazioni non valide che portano al processo di acquisizione, la mancanza di leadership qualificata e di una corretta pianificazione del processo, e una divergenza troppo ampia tra le diverse culture aziendali. Schweiger et al. (1993) sottolineano inoltre che le probabilità che portano al successo di una M&A sono ridotte ogni volta che le motivazioni iniziali che influenzano la realizzazione della M&A sono legate all'opportunismo o al desiderio di effettuare una transazione senza chiari motivi strategici. Più in particolare, lo studio condotto da Schweiger et al. nel 1993 riveste una rilevanza significativa nell'ambito delle operazioni di fusione e acquisizione, mettendo in luce una connessione cruciale tra le motivazioni iniziali che guidano l'esecuzione di un'operazione di M&A e le probabilità di successo dell'intera transazione. Secondo quanto evidenziato dallo studioso, quando le motivazioni iniziali sono fondate sull'opportunismo o sulla mancanza di chiari motivi strategici, le probabilità di successo dell'operazione diminuiscono in modo significativo: in sostanza, l'approccio opportunistico, che potrebbe riflettere una mera ricerca di vantaggi finanziari immediati o un desiderio di sfruttare circostanze favorevoli senza una solida base strategica, può compromettere la realizzazione a lungo termine degli obiettivi aziendali. A tal riguardo, l'opportunismo in una M&A può manifestarsi in diversi modi: potrebbe riguardare l'acquisizione di un'azienda senza una chiara visione delle sinergie o senza una comprensione approfondita del valore strategico dell'operazione; altresì potrebbe riflettere un approccio impulsivo basato su considerazioni finanziarie a breve termine piuttosto che su una visione strategica a lungo termine. L'assenza di motivazioni strategiche solide potrebbe generare una serie di sfide sia durante che dopo

l'integrazione, così come la mancanza di una direzione strategica chiara potrebbe portare a una difficile fusione di culture organizzative, alla mancanza di allineamento nei processi aziendali e alla perdita di focus sulle sinergie e sui benefici a lungo termine. Inoltre, la mancanza di un valido e definito scopo strategico potrebbe influenzare negativamente l'engagement e la motivazione dei dipendenti, essenziali per il successo dell'integrazione post-fusione. Il contributo di Schweiger et al. mette quindi in guardia le aziende contro l'adozione di approcci opportunistici o la realizzazione di M&A senza una solida base strategica, e suggerisce che una pianificazione attenta, basata su motivazioni chiare e orientate agli obiettivi aziendali, è essenziale per migliorare le probabilità di successo nelle operazioni di M&A. Un altro apporto significativo in materia è rappresentato dalla "Teoria dell'efficienza delle risorse" di Jeffrey Pfeffer e Gerald R. Salancik, la quale offre una prospettiva ulteriore per esplorare i fattori critici che possono portare al fallimento delle operazioni di fusione e acquisizione: questo approccio, in particolare, si concentra sull'intricata relazione esistente tra le imprese e le risorse vitali per il loro successo. Nel contesto delle M&A, la teoria sottolinea il ruolo cruciale della dipendenza da alcune key resources, e infatti, spesso, le aziende cercano di acquisire competenze specifiche, tecnologie avanzate o l'accesso a mercati particolari attraverso fusioni o acquisizioni; tuttavia, se l'azienda acquirente diventa eccessivamente dipendente da queste risorse, e senza una gestione oculata, rischia di trovarsi in una posizione di vulnerabilità. L'aspetto cruciale di questa teoria risiede nel riconoscimento della dipendenza reciproca, in quanto l'incomprensione di questa dipendenza può portare a una gestione inefficiente durante l'integrazione post-acquisizione, compromettendo l'armonia e la sinergia tra le aziende coinvolte. Un altro elemento su cui si sofferma l'autore è costituito dalla gestione delle relazioni con gli stakeholder, portando consapevolezza sul fatto che spesso le operazioni di M&A, se non ben gestite lungo tutto il processo della transazione, possono generare impatti negativi sulle relazioni con fornitori, clienti chiave e altri partner commerciali, minando la stabilità e il supporto esterno, e quindi minando il successo a lungo termine dell'operazione stessa.

2.8 Le sinergie potenziali

Prima di andare ad analizzare più nello specifico i diversi tipi di sinergie che si possono ottenere in seguito ad un'operazione di M&A, bisogna dare una definizione generale a tale fenomeno, e per fare ciò ho scelto quella fornita dall'autore J. Sherman nel libro "Mergers and Acquisitions from A to Z"; in tale contesto l'autore fornisce una prospettiva più ampia e positiva, affermando che una sinergia è "l'energia creativa che si libera quando due aziende vengono fuse o acquisite,

risultante in un'entità combinata che è più forte, più efficiente e più redditizia di quanto non potrebbero mai essere separatamente.". Passiamo adesso a scomporre questo concetto più generale nelle varie tipologie e forme che possono assumere le sinergie potenziali, ottenibili attraverso un'operazione di acquisizione e fusione, ciascuna delle quali può contribuire in modo significativo alla creazione di un maggior valore complessivo.

2.8.1 Le sinergie operative

Le sinergie operative costituiscono uno degli aspetti cruciali nelle operazioni di fusione e acquisizione, poiché rappresentano l'opportunità di migliorare l'efficienza e l'efficacia delle attività delle aziende coinvolte. Una visione approfondita delle sinergie operative può essere analizzata attraverso l'ottica della teoria delle risorse e capacità fornita da Barney: secondo l'approccio della RBV di Jay B. Barney, le aziende cercano di acquisire e sviluppare risorse uniche e difficilmente imitabili per ottenere vantaggi competitivi sostenibili. Nel contesto delle sinergie operative, ciò implica che le aziende, attraverso l'operazione di M&A, cercano di sfruttare risorse complementari che migliorano le loro capacità operative complessive. Un aspetto critico delle sinergie operative è la riduzione dei costi, e in particolar modo, come accennato alla fine del primo capitolo, la teoria delle risorse e capacità suggerisce che l'azienda può beneficiare dalla combinazione di attività, eliminando sovrapposizioni e inefficienze. Questa razionalizzazione operativa può condurre a economie di scala, una maggiore efficienza nella catena di approvvigionamento e una gestione più efficace delle risorse umane, con l'obiettivo di creare un'azienda combinata che sia più efficiente nell'erogare i propri prodotti o servizi. Inoltre, le sinergie operative possono derivare dalla condivisione delle migliori pratiche e dall'allineamento delle procedure e dei processi aziendali, e questa convergenza può condurre a un flusso di lavoro più fluido e coerente, migliorando la collaborazione interna e riducendo gli sprechi di risorse. In conclusione, la realizzazione delle sinergie operative attraverso un'operazione di M&A è profondamente radicata nella teoria delle risorse e capacità, e l'obiettivo ricercato a tale scopo è quello di creare un'azienda combinata che sia più efficiente, più competitiva e capace di generare valore attraverso lo sfruttamento e l'ottimizzazione delle risorse operative.

2.8.2 Le sinergie finanziarie

La teoria delle asimmetrie informative di Michael L. Jensen e William H. Meckling fornisce un importante contributo attraverso cui comprendere il ruolo delle sinergie finanziarie, e in particolar modo l'ottimizzazione del capitale strutturale ottenibile tramite tali sinergie. Questa teoria parte dal presupposto che, durante molte transazioni, una parte coinvolta abbia accesso a informazioni che l'altra parte non possiede; generalmente, nelle operazioni di M&A, le asimmetrie d'informazione emergono già nelle prime fasi del processo, ovvero quando l'azienda acquirente inizia a svolgere l'attività di screening e raccolta di dati circa l'azienda target. L'acquirente spesso gode di una visione più completa del panorama finanziario e delle opportunità di crescita, mentre l'azienda target potrebbe non essere in grado di condividere completamente le informazioni strategiche. In questo contesto, l'ottimizzazione del capitale strutturale durante un'operazione di M&A può essere interpretata come una risposta a queste asimmetrie d'informazione: praticamente, ciò si traduce nella gestione attiva della struttura finanziaria dell'azienda combinata, con l'obiettivo di migliorare l'efficienza operativa e ridurre i costi. L'acquirente, con una prospettiva esterna più informata, valuta le opportunità di finanziamento e le condizioni di mercato in modo più avanzato, e questa valutazione influisce sulle decisioni riguardanti la struttura del capitale; una volta completata l'acquisizione, l'azienda combinata può essere oggetto di una ristrutturazione finanziaria mirata. Questo processo di ristrutturazione, in linea con la teoria delle asimmetrie d'informazione, è guidato dalla capacità dell'acquirente di utilizzare informazioni avanzate per migliorare la trasparenza finanziaria dell'azienda target con l'obiettivo di creare valore per gli azionisti attraverso una struttura finanziaria più efficiente e solida. La teoria delle asimmetrie d'informazione suggerisce quindi che la gestione attenta del capitale strutturale contribuisca anche a ridurre le asimmetrie stesse, fornendo una chiara visibilità sugli aspetti finanziari dell'azienda combinata. Questo, a sua volta, può aumentare la fiducia degli investitori e facilitare il successo dell'operazione di M&A. In sintesi, affrontare le asimmetrie d'informazione attraverso l'ottimizzazione del capitale strutturale emerge come una strategia chiave nell'ambito delle M&A, permettendo di affrontare sfide complesse e creare valore a lungo termine.

2.8.3 Le sinergie commerciali

Le sinergie commerciali, fondamentali nelle operazioni di fusione e acquisizione, contribuiscono a generare valore attraverso l'accesso a nuovi mercati e lo sfruttamento delle relazioni con la clientela; spesso l'espansione geografica rappresenta un meccanismo chiave di

questa sinergia, consentendo all'azienda acquirente di superare barriere di ingresso e ottenere rapidamente una presenza locale consolidata. Anche in questo ambito la teoria delle risorse e capacità di Barney può essere utilizzata per una migliore comprensione del fenomeno: tale teoria sottolinea l'accesso a nuovi mercati come risorsa strategica, confermando che tale ampliamento può conferire un vantaggio competitivo. Parallelamente, il cross-selling, in cui le aziende coinvolte promuovono reciproci prodotti o servizi, può generare entrate aggiuntive attraverso la vendita incrociata ai clienti esistenti, capitalizzando sulle relazioni di fiducia preesistenti: l'autore infatti supporta l'idea che la connessione tra aziende e clienti può creare valore, rendendo le sinergie commerciali particolarmente preziose. La gestione delle relazioni con il cliente, sottolineata dalla teoria in esame, assume un ruolo centrale; questa afferma che in un contesto di M&A, la sinergia commerciale si realizza preservando e sviluppando relazioni positive con la clientela, garantendo un'esperienza senza intoppi durante la transizione. Considerando inoltre il cosiddetto "effetto di rete", l'aumento della base di clienti può generare benefici significativi, incrementando il valore complessivo del prodotto o servizio, questa teoria suggerisce infatti che il valore di un'offerta può crescere proporzionalmente al numero di utenti o clienti coinvolti. Concludendo, le sinergie commerciali nell'ambito di M&A offrono opportunità strategiche per ampliare il mercato, accrescere le entrate e generare valore attraverso la combinazione di clienti, canali distributivi e prodotti; questo vuol dire che comprendere approfonditamente le dinamiche di mercato e le relazioni con la clientela è cruciale per massimizzare il potenziale di queste sinergie e garantire il successo a lungo termine dell'azienda combinata.

2.8.4 Le sinergie organizzative e culturali

La gestione delle sinergie organizzative e culturali in un'operazione di M&A rappresenta una sfida complessa, e diverse teorie possono fornire una prospettiva utile per comprendere questo aspetto critico del processo di integrazione post-acquisizione. Una teoria rilevante in questo contesto è la teoria delle culture organizzative sviluppata da Edgar H. Schein. Secondo l'autore, la cultura organizzativa è un insieme di valori, norme e comportamenti condivisi che influenzano la percezione e l'interazione degli individui all'interno di un'organizzazione, e nell'ambito delle M&A, la gestione delle sinergie culturali si basa su principi chiave derivati da questa teoria. La prima fase della gestione delle sinergie culturali coinvolge la comprensione e l'analisi delle culture aziendali coinvolte: Schein suggerisce che la cultura può essere suddivisa in tre livelli: artefatti visibili (come processi e strutture), valori condivisi (credenze e aspettative

condivise) e presupposti fondamentali (le radici profonde e spesso non esplicitate della cultura). Questa comprensione approfondita è fondamentale per prevenire possibili conflitti culturali e facilitare una transizione armoniosa. La seconda fase consiste poi nell'allineamento delle culture attraverso strategie di integrazione; in tale ambito l'autore sottolinea l'importanza di coinvolgere attivamente i leader e i membri chiave delle organizzazioni coinvolte nell'identificazione e nell'adozione di elementi culturali comuni. Ciò può comportare, ad esempio, la creazione di nuovi rituali, simboli o norme che riflettano i valori condivisi emergenti. Un aspetto critico della gestione delle sinergie culturali è la consapevolezza dei possibili conflitti che possono emergere quando ci sono discrepanze tra i valori fondamentali delle organizzazioni coinvolte; tuttavia, in base a quanto affermato nella teoria in esame, questi conflitti non devono essere necessariamente distruttivi; possono anche rappresentare opportunità per una crescita culturale e un apprendimento reciproco. La teoria delle culture organizzative offre quindi un quadro concettuale per affrontare le sfide legate alle sinergie culturali in una M&A, focalizzandosi sull'importanza che un approccio proattivo alla gestione delle culture, una consapevolezza della loro complessità e la promozione di un ambiente di apprendimento continuo, rivestono in quanto elementi chiave per facilitare un'integrazione culturale efficace e sostenibile. La gestione riuscita delle sinergie culturali può contribuire in modo determinante al successo complessivo dell'operazione di M&A.

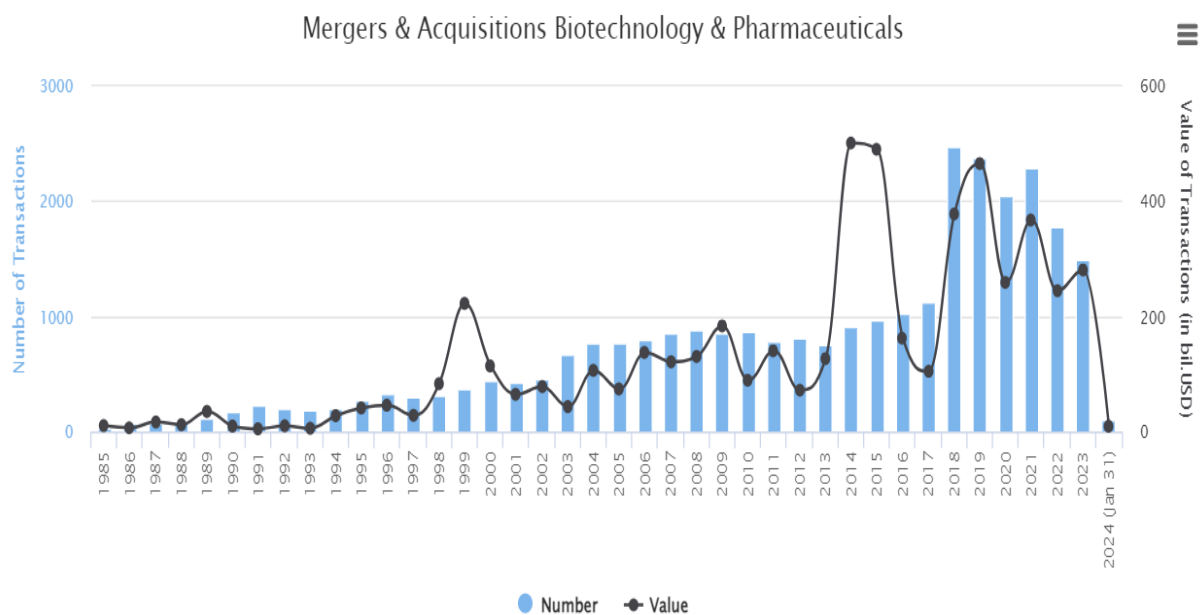
CAPITOLO 3: ANALISI EMPIRICA

Una volta esplorate le principali teorie e gli aspetti fondamentali della Corporate Restructuring e, successivamente, aver approfondito il tema delle operazioni di M&A, si è giunti al fine ultimo di questa tesi: vale a dire studiare un campione, seppur ristretto, di operazioni avvenute negli anni passati e che rappresentano tutt'ora degli esempi significativi non solo sotto l'aspetto finanziario, relativamente quindi alle ingenti risorse impiegate per la transazione, ma anche per quanto riguarda le motivazioni strategiche sottostanti, ovvero gli obiettivi perseguiti che le

hanno giustificate. L'obiettivo di questo elaborato è quindi quello di applicare un quadro di analisi appropriato per valutare un piccolo campione di M&A, confrontando poi i casi studiati e cercare di analizzare i fattori che ne hanno determinato il successo o l'eventuale fallimento.

3.1 Metodologia e criteri di selezione dei casi

L'analisi empirica che ci si propone di affrontare nelle seguenti pagine si configura come un cosiddetto "case study", vale a dire, in base alla definizione fornita dagli autori Lindlof e Taylor, "un'indagine intensiva di una singola entità, o di un numero molto limitato di entità, allo scopo di comprenderne in modo approfondito la struttura interna". Secondo i due scrittori, gli obiettivi da perseguire tramite un tale metodo di analisi sono l'approfondimento e la comprensione di un fenomeno specifico, nel nostro caso le operazioni di acquisizione e fusione, e la comparazione dei risultati ottenuti tra le varie entità considerate. Un approccio di ricerca di questo genere utilizza sia indicatori qualitativi che quantitativi, e coinvolge diverse tecniche di raccolta e analisi delle informazioni, tra cui in particolar modo la ricerca documentale e l'analisi dei dati. Per quanto riguarda invece la selezione dei casi pratici da analizzare, al fine di evidenziare i diversi aspetti sviluppati nella prima parte del lavoro e determinarne la rilevanza nel successo o fallimento di una M&A, era importante scegliere un settore che mostrasse, nel corso degli ultimi anni, un'ampia attività di operazioni di M&A, con altresì un valore medio delle transazioni particolarmente elevato. A tal proposito, è stato scelto il settore farmaceutico e delle scienze biotecnologiche, in quanto, come si evince dal seguente grafico, la cui fonte è rappresentata dall'IMAA (Institute for Mergers, Acquisitions, and Alliances), il settore farmaceutico ha visto la sua attività di M&A crescere costantemente a partire dal 1985, anno in cui si registravano appena 32 operazioni, fino ad arrivare al picco negli anni subito precedenti allo scoppio della pandemia, nei quali si sono registrate ben più di 2000 transazioni.



Inoltre, prima di iniziare l'analisi dei casi individuali, è opportuno precisare cosa distingue un caso "performante" da un caso "meno performante": la prima categoria si riferisce ad operazioni che, dopo l'implementazione, hanno rappresentato un successo per tutte le società coinvolte, o, eventualmente, per la nuova entità che ha preso vita proprio in conseguenza della transazione; ciò implica che le aziende coinvolte in quest'operazione abbiano tendenzialmente, se non del tutto, raggiunto gli obiettivi e i risultati che si erano prefissate, dando quindi modo di credere che l'acquisizione o la fusione costituissero una decisione strategica corretta e ben ponderata. Al contrario, la seconda categoria di casi, ovvero gli accordi non performanti, fa riferimento a operazioni che si sono rivelate infruttuose o addirittura disastrose per una delle aziende o entrambe; questo secondo tipo di operazioni può spesso essere oggetto di azioni legali tra le due parti coinvolte nel deal e, ovviamente, non rispondere alle aspettative stabilite dalle direzioni di queste società. Per lo svolgimento di questa analisi empirica sono stati selezionati due casi, di cui il primo rappresenta una delle prime cosiddette "mega-M&A" avvenute agli inizi degli anni 2000, e che pertanto si ritiene rappresenti un'operazione di particolare rilievo nella storia del settore farmaceutico; il secondo caso, invece, di dimensioni minori, è stato scelto in quanto rappresentativo di una transazione che non ha portato i risultati sperati, vale a dire un'acquisizione di insuccesso. Tali operazioni prese in esame sono: l'acquisizione della società Wyeth da parte del colosso del settore Pfizer, avvenuta nel 2009 e l'acquisizione, rivelatasi fallimentare, di Omega Pharma da parte di Perrigo.

Per ognuno dei casi presi in esame si cercheranno di comprendere una serie di elementi specifici: innanzitutto bisogna individuare la natura dell'accordo; poi il tipo dell'operazione,

vale a dire distinguendo se si tratta di un M&A orizzontale, verticale, congenerica o conglomerale; e infine i motivi che hanno spinto a intraprendere la transazione, come, ad esempio, l'ottenimento di economie di scala, l'accesso a nuovi mercati, l'acquisizione di competenze tecnologiche, l'aumento delle performance, eccetera. Una volta svolta la caratterizzazione dell'operazione in base ai criteri appena elencati, si passa all'analisi delle performance di ogni transazione attraverso una serie di indicatori, finanziari e non, volti a misurare la profittabilità e valutare la liquidità e la solvibilità aziendale; alcuni di questi indicatori sono: il margine di profitto, il ROA, il cash ratio, il debt-equity ratio, il rendimento degli azionisti, il free cash flow, il flusso di cassa operativo, eccetera. Per strutturare la presentazione delle operazioni studiate, ciascuno dei seguenti punti riprenderà l'operazione specifica esaminata e, per ciascuna di esse, la presentazione delle aziende coinvolte e la natura dell'operazione che le riguarda. I fogli di calcolo su cui si basano i grafici presentati in questo lavoro si trovano in allegato.

3.2 Caso 1: acquisizione Pfizer – Wyeth

3.2.1 Le due aziende

Pfizer è una società americana fondata nel 1849 a Brooklyn, New York, da Charles Pfizer e Charles Erhart, due giovani imprenditori originari della Germania. La società è stata fondata per entrare nel mercato dei prodotti chimici fini, e proprio uno dei primi prodotti commercializzati, una particolare forma di santonina, riscosse un grande successo e permise ai due imprenditori di lanciare concretamente l'azienda. Tuttavia, nel corso degli anni, Pfizer ha trasformato più volte la sua attività, spostando l'attenzione verso la produzione di sostanze chimiche utilizzate nella fabbricazione di farmaci e migliorando la qualità dei prodotti medicinali; così facendo, in soli cinquant'anni, la società è diventata il leader del mercato americano. Negli anni successivi, l'azienda si è gradualmente affermata anche come leader mondiale nella produzione di vitamina C e nelle tecnologie di fermentazione. Successivamente, un altro punto di svolta è avvenuto nel 1978 con il lancio del Viagra, un farmaco utilizzato per trattare la disfunzione erettile, il quale è diventato uno dei prodotti più noti dell'azienda statunitense. Infine, è dall'inizio degli anni duemila che l'azienda ha radicalmente cambiato la sua strategia di crescita, puntando sempre più su operazioni di fusioni e acquisizioni volte a ristrutturare e arricchire il proprio portafoglio di business; è proprio a tale scopo che nel 2000 ha completato l'acquisizione di Warner-Lambert per 112 miliardi di dollari, rendendo questo deal la transazione più grande mai realizzata nel settore farmaceutico. Questa acquisizione è

stata motivata dalla volontà di Pfizer di non perdere il controllo su Lipitor, uno dei farmaci contro il colesterolo più venduti nella storia. Successivamente, nel 2003, l'azienda ha deciso di acquisire la società britannica Pharmacia per 64 miliardi di dollari; in questo caso l'obiettivo di fondo era quello di aumentare il portafoglio prodotti ottenendo il controllo di un farmaco molto popolare, il Celebrex, utilizzato nel trattamento sintomatico di affezioni reumatiche. Sei anni dopo quest'altra acquisizione, è avvenuta l'operazione oggetto di questa analisi, vale a dire l'acquisizione tra di Wyeth, per la somma di 68 miliardi di dollari. Inoltre, nel 2015, Pfizer acquisì Hospira per 17 miliardi di dollari, spinta dalla complementarità strategica dei portafogli di prodotti offerti dalle due aziende e dalla volontà di consolidare la sua posizione di leader sul mercato. Ed infine, proprio a metà dicembre del 2023, è stato concesso il via libera al colosso statunitense per completare un altro mega deal, consistente nell'acquisto della società Seagen per ben 43 miliardi di dollari. Si tratta di una transazione necessaria per far fronte al calo delle attività legate al Covid, e che rappresenta un altro esemplare caso di operazione M&A utilizzata per ristrutturare il proprio portafoglio di business: grazie a questa acquisizione, infatti, Pfizer punta ad un riposizionamento nel settore della ricerca oncologica, attraverso lo sviluppo di medicinali antitumorali.

Wyeth è anch'essa un'importante azienda farmaceutica americana, che ha una storia ricca di sviluppi e trasformazioni nel corso degli anni. Fondata nel 1860 dai fratelli John e Frank Wyeth, l'azienda aveva originariamente una modesta dimensione, rappresentando solo una farmacia con un piccolo laboratorio. La sua crescita fu accelerata da una serie di sviluppi chiave nel corso del XX secolo; in particolar modo a partire dall'anno del 1929, quando la società passò sotto il controllo della Harvard University a seguito della morte di Stuart Wyeth, presidente dell'azienda e figlio di John Wyeth. Un anno dopo, l'azienda acquistò il prodotto Anacin, un antidolorifico, il quale si rivelò essere un grande successo e divenne uno dei prodotti simbolo dell'azienda. L'anno successivo ancora, Wyeth fu acquistata dalla American Home Products Corporation (AHP) per un valore di 2,9 milioni di dollari, dando inizio così ad un periodo di ulteriore e notevole crescita, sicché, negli anni '50, AHP divenne il leader americano nella produzione di vaccini, in particolar modo grazie all'approvvigionamento di vaccini contro la poliomielite. Infine, verso gli ultimi anni del XX secolo, AHP fu coinvolta in diverse operazioni di acquisizione e tentativi di take-over; in particolare, la società fu oggetto di interesse da parte di SmithKline Beecham, la quale tentò di effettuare una fusione con l'American Home Products, proponendo un accordo dal valore di 70 miliardi di dollari. Nel XXI secolo, l'azienda AHP entrò direttamente in contatto con Pfizer, contro la quale perse l'offerta per l'acquisizione di Warner-

Lambert, e circa due anni dopo, decise di tornare al suo nome originale, Wyeth, per concentrarsi sull'attività farmaceutica dell'azienda. La svolta definitiva avvenne però quando Wyeth si trovò di fronte a una significativa controversia legata alla sicurezza dei suoi prodotti: in particolare, l'uso di progestinici ed estrogeni, che erano presenti in alcuni farmaci da lei commercializzati, venne associato ad aumentati rischi di problemi di salute, inclusi l'arresto cardiaco e il cancro al seno. Questa problematica sollevò seri dubbi sulla sicurezza dei trattamenti ormonali proposti dall'azienda e la controversia ebbe profonde ripercussioni per la società, poiché l'opinione pubblica e la comunità medica erano sempre più preoccupate per gli effetti collaterali potenzialmente gravi dei suoi farmaci. Questa difficile situazione culminò nel 2009 con l'acquisizione di Wyeth da parte di Pfizer: l'acquisizione da parte di un'altra grande azienda farmaceutica rappresentò una mossa strategica, in quanto il passaggio sotto l'ombrello di Pfizer fornì le risorse e competenze necessarie per gestire le conseguenze della controversia e per affrontare le sfide in corso nel settore farmaceutico.

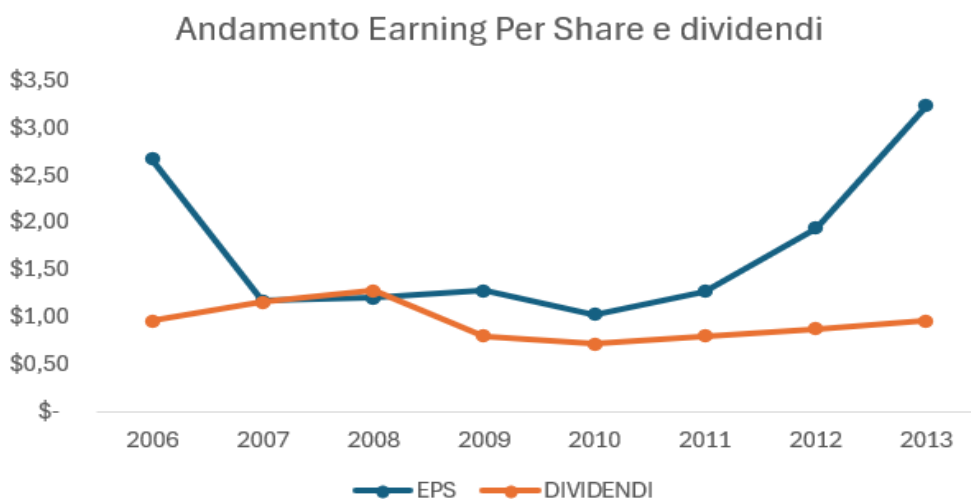
3.2.2 Descrizione dell'operazione

Era il 26 gennaio 2009 quando Pfizer comunicò alla SEC la sua intenzione di concludere l'operazione, rendendo noti anche i termini finanziari della stessa: l'acquisizione era diretta ad ogni azione ordinaria di Wyeth, per un valore di \$50,19 ad azione. Questa transazione in contanti e azioni rappresentava quindi un premio del 29% rispetto al prezzo delle azioni di Wyeth prima di qualsiasi divulgazione, che era di \$38,83 (22 gennaio); e in particolare l'importo corrisposto ai soci per ogni azione posseduta includeva \$33 pagati in contanti, più una percentuale dello 0,985 di un'azione Pfizer. L'accordo, valutato \$68 miliardi, implicò che Pfizer adottò diverse misure per concludere il finanziamento: oltre alla riduzione del dividendo trimestrale del 50%, ovvero da \$0,32 a \$0,16, l'azienda richiese un prestito di circa \$4,5 miliardi a cinque diverse banche, per un totale di \$22,5 miliardi, con condizioni che misero l'azienda sotto un'attenta osservazione da parte delle agenzie di rating. Infatti, nonostante il profilo di rating solido dell'azienda all'annuncio delle condizioni, l'S&P dichiarò di star valutando la possibilità di declassare il rating di Pfizer ad un livello AA; quasi in contemporanea anche Moody's dichiarò che stava considerando una rivalutazione ad A1, essenzialmente a causa dell'alto livello di leva finanziaria assunto per effettuare l'operazione di acquisto. Tali annunci causarono un immediato calo del prezzo delle azioni di Pfizer del circa 10,3%, passando da \$17,45 a \$15,65, rappresentando la più grande caduta di valore in oltre due anni. Una volta visti i termini dell'accordo, diventa necessario definire chiaramente che tipo di operazione di M&A si tratta,

conoscere la sua natura, il suo tipo e le ragioni che hanno spinto Pfizer a intraprendere tale transazione. Partiamo subito col constatare che non è agevole definire se l'operazione in esame sia uno "scale deal" piuttosto che uno "scope deal", e vediamo adesso i motivi. Da un lato, come la stessa dirigenza di Pfizer ha comunicato, uno dei principali obiettivi che spinse ad effettuare la transazione era rappresentato dalla possibilità di ottenere forti economie di scala, le quali avrebbero condotto ad una riduzione annuale dei costi di circa \$4 miliardi, combinando e razionalizzando le operazioni con la società acquisita Wyeth. Infatti, grazie alle numerose sinergie esistenti tra le due aziende, sia in termini di unità di reparto che di unità di produzione, molte inefficienze sarebbero potute essere ridotte, se non eliminate del tutto, consentendo una riduzione del numero di dipendenti, la ristrutturazione dei dipartimenti R&D e la riduzione degli oneri generali di produzione. Oltre che per la riduzione dei costi, sempre da un punto di vista finanziario, l'acquisizione di Wyeth è stata estremamente vantaggiosa per Pfizer anche per un'altra implicazione, relativa ad una sfida urgente cui l'impresa doveva far conto, legata alla scadenza del brevetto di Lipitor, un farmaco ipolipemizzante che rappresentava quasi il 25% del suo flusso di entrate. Pfizer, in conseguenza della perdita dell'esclusività su questo farmaco, che sarebbe avvenuta nel 2011, calcolò una riduzione dei ricavi pari a ben \$12 miliardi; tuttavia, parte di queste entrate perse fu compensata proprio dai farmaci ereditati da Wyeth, in quanto i ricavi di Pfizer nel 2010 aumentarono del 36%, raggiungendo i \$67 miliardi, rispetto ai \$50 miliardi registrati nel 2009. Pertanto, seppur sembra sensato classificare questa M&A come un scale deal, questa caratterizzazione deve essere sfumata. Sebbene sembri ovvio, la strategia attuata da Pfizer per raggiungere il suo obiettivo di consolidamento implica una diversificazione del suo portafoglio di attività, che costituisce una caratteristica propria di uno scope deal. Infatti, attraverso questa operazione, Pfizer avrebbe avuto l'accesso a nuovi mercati, come il mercato dei prodotti per la salute, il mercato OTC o quello dei prodotti per la salute degli animali, in cui Wyeth rappresentava un attore chiave. Parallelamente, l'acquisizione di Wyeth avrebbe dato a Pfizer accesso anche ad un gran numero di nuovi prodotti, come l'Effexor o l'Infant che rappresentavano per l'azienda totalmente nuove gamme di prodotti, e rappresentando così un fattore significativo dell'operazione, in quanto, a seguito di questa, Pfizer decise di smettere di lavorare su farmaci cardiovascolari e di concentrarsi su altri specifici settori terapeutici: Alzheimer, cancro, diabete, infiammazione, e schizofrenia. Definita la natura dell'accordo, è poi opportuno definirne il tipo: per fare ciò bisogna considerare che Pfizer acquisì un'azienda operante nella stessa industria e allo stesso livello di produzione. Risulta quindi immediato definire l'operazione in oggetto come una M&A orizzontale.

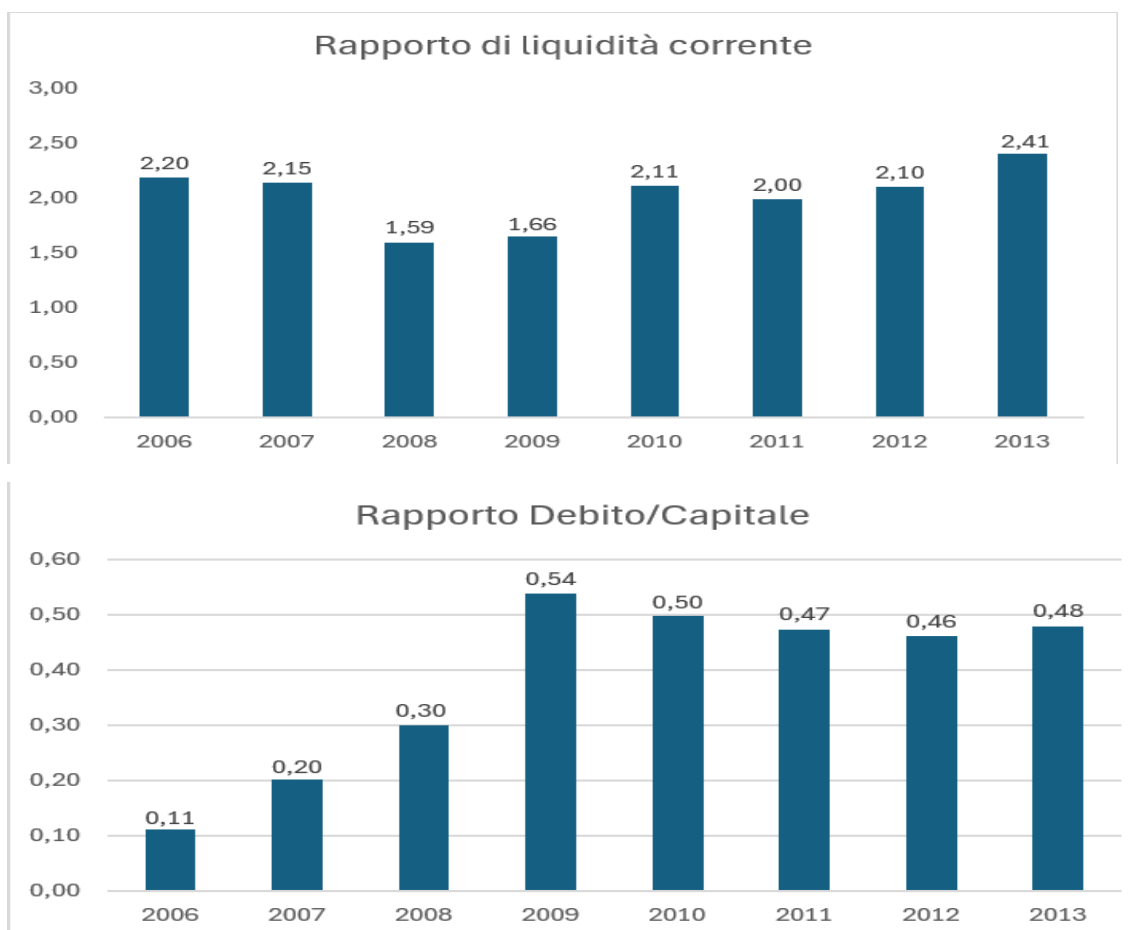
3.2.3 Analisi degli indicatori di performance

Per quanto riguarda la seconda parte dell'analisi, l'impatto di questa M&A è studiato su un periodo di otto anni, spaziando dai tre anni precedenti l'affare ai quattro anni successivi a quest'ultimo; tale orizzonte si ritiene essere capace di offrire sufficiente distanza temporale per distinguere le tendenze e le conseguenze dell'operazione. Per iniziare, osservando il grafico sottostante, si nota immediatamente che il ritorno per gli azionisti, misurato attraverso l'Earning Per Share (EPS) e i dividendi, è complessivamente evoluto in modo positivo. Tuttavia, un primo punto di attenzione riguarda proprio i dividendi, in quanto, come abbiamo visto nella descrizione dell'operazione, avendo Pfizer finanziato gran parte dell'acquisizione con il proprio denaro, si è vista costretta a ridurre di metà l'importo dei dividendi così da conservare abbastanza liquidità per far fronte al fabbisogno dell'operazione. Questa misura è stata annunciata preventivamente dalla direzione dell'azienda e quindi non ha costituito un grosso problema, tanto più che dopo alcuni anni dall'acquisizione, ovvero nel 2013, i dividendi hanno quasi raggiunto il loro ammontare originario. In ogni caso, la crescita più significativa si è assistita con riguardo al livello dell'earning per share: quest'ultimo è infatti aumentato in modo significativo dopo l'operazione, lasciando suggerire, insieme alla crescita dei dividendi, una determinante creazione di valore per tutti gli azionisti della società.



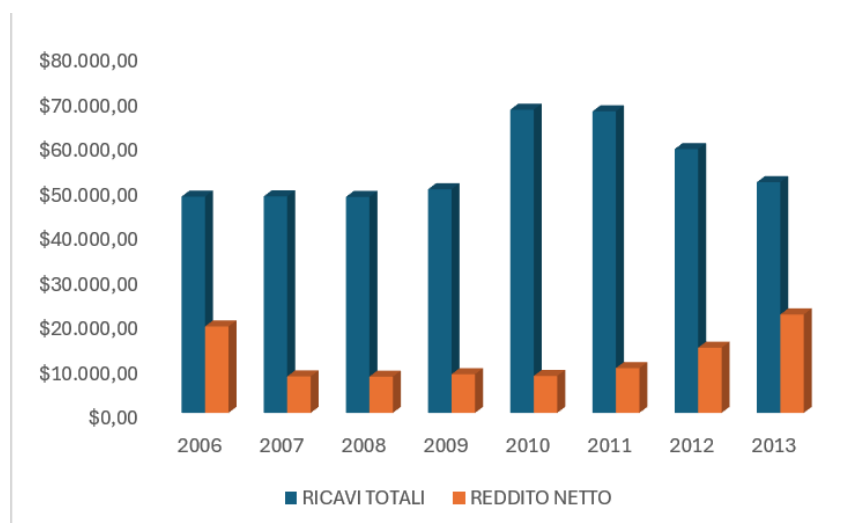
Anche se in teoria sembra appropriato perfezionare l'analisi della dimensione finanziaria, lo studio del rapporto di liquidità corrente e del rapporto debito/capitale, non sembra rappresentare un'analisi veramente pertinente in questo contesto, in quanto influenzati anche da numerosi

fattori estranei all'operazione in esame. Infatti, come si può vedere nei grafici sottostanti, sia l'aspetto della liquidità che quello della solvibilità non hanno subito variazioni inaspettate o diverse a seguito dell'acquisizione di Wyeth. La liquidità, esaminata come rapporto tra le attività correnti e le passività correnti, è sensibilmente diminuita avvicinandosi alla realizzazione dell'operazione, essendo stata per lo più finanziata con disponibilità proprie dell'azienda, per poi comunque aumentare e beneficiare in qualche modo di un effetto positivo dell'acquisizione. Infine, guardando all'evoluzione del rapporto debito/capitale, si nota essere significativamente aumentato nell'anno dell'acquisizione di Wyeth; anche tale risultato risulta essere tuttavia fisiologico, in quanto abbiamo visto che tale transazione è stata finanziata, ovviamente, anche per mezzo di finanziamenti delle banche. Tuttavia, si osserva che il suo livello si è poi stabilizzato intorno allo 0,50, il che costituisce sicuramente un livello molto più alto rispetto a quello precedente all'acquisizione, ma che risulta essere perfettamente in linea con gli standard del settore.



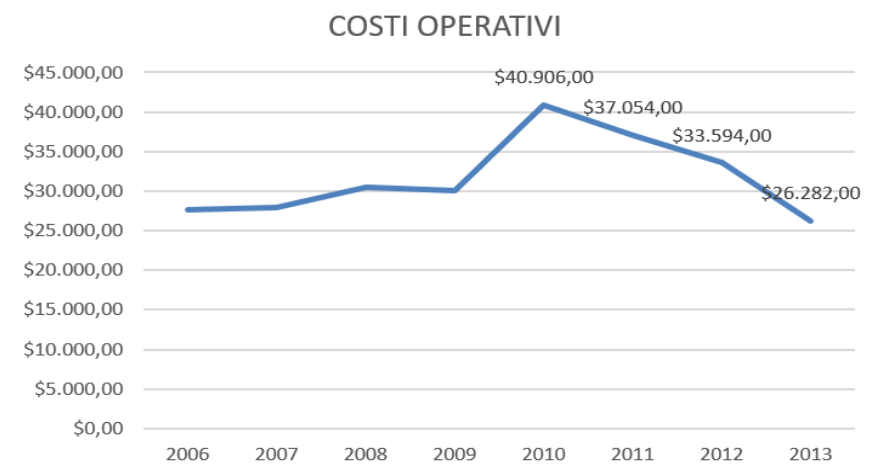
Dopo aver brevemente esaminato la dimensione finanziaria, per verificare se le sinergie potenziali sperate siano state raggiunte, diventa di fondamentale importanza concentrarsi sull'aspetto operativo dell'azienda; osservando i prossimi grafici, si nota infatti che gli obiettivi

ricercati da Pfizer, sia in termini di economie di scala che di consolidamento della propria redditività, sono stati effettivamente conquistati.

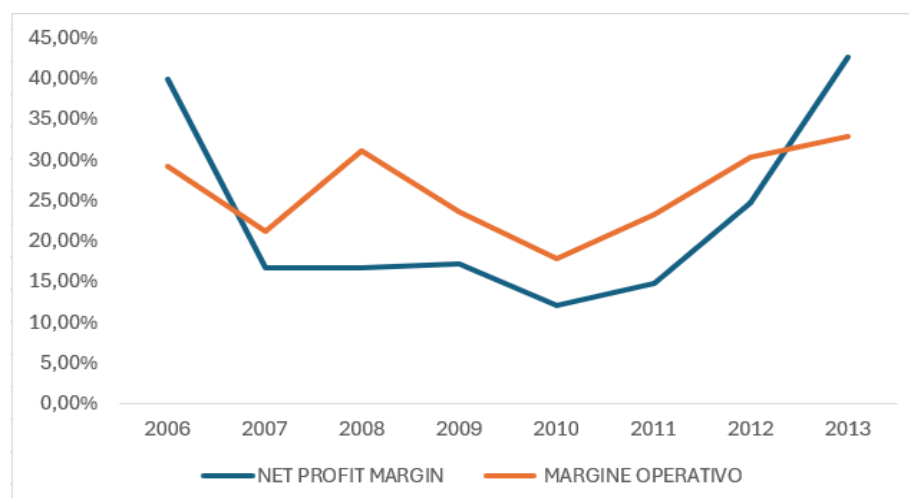


L'analisi combinata dell'andamento dei ricavi totali e del reddito netto pone in risalto come la strategia di Pfizer di inglobare nel proprio portafoglio prodotti i numerosi farmaci di Wyeth, in vista anche dello scadere del brevetto relativo a uno dei suoi medicinali di punta, sia stata senza dubbio una mossa di successo sotto un duplice aspetto. Focalizzandosi in primis sui ricavi totali, si può facilmente individuare il forte distacco creatosi tra i valori registrati prima dell'operazione e quelli invece registrati dopo il 2009: in particolare si è passati da un massimo di \$50 miliardi, raggiunti proprio nell'anno in cui è avvenuta la transazione, a circa \$70 miliardi toccati negli anni immediatamente successivi. Approfondendo l'analisi dei total revenues dei due anni più direttamente colpiti dall'acquisizione, è emerso, stando a quanto inserito nella nota integrativa, che dei \$50 miliardi di ricavi registrati nel 2009, \$3.3 miliardi sono da imputare alla vendita di farmaci ereditati da Wyeth; dei \$67.8 miliardi raggiunti nel 2010, invece, ben \$18.1 sono il frutto della società appena acquisita. Tuttavia, tali risultati sono stati poi ridimensionati, come d'altronde già preventivato dal management aziendale, a causa di una serie di brevetti in scadenza tra il 2013 e il 2014: già a partire infatti dal primo di questi due anni si è tornati praticamente alla fascia di revenues antecedente l'operazione. Proprio a questo punto subentra però, a supporto della dimostrazione della qualità dell'operazione di acquisizione, l'analisi combinata con il reddito netto. Come si evince dal grafico di cui sopra, seppur i ricavi dell'azienda stavano diminuendo ai livelli originari, così non si è verificato per il risultato netto, il quale, anzi, dal 2010 in poi aveva intrapreso un andamento decisamente crescente: il net income raggiunto nel 2013, pari a \$22 miliardi, era più del doppio di quello registrato a fine 2010, pari a poco più di \$8 miliardi. Tale risultato non può essere altro che la

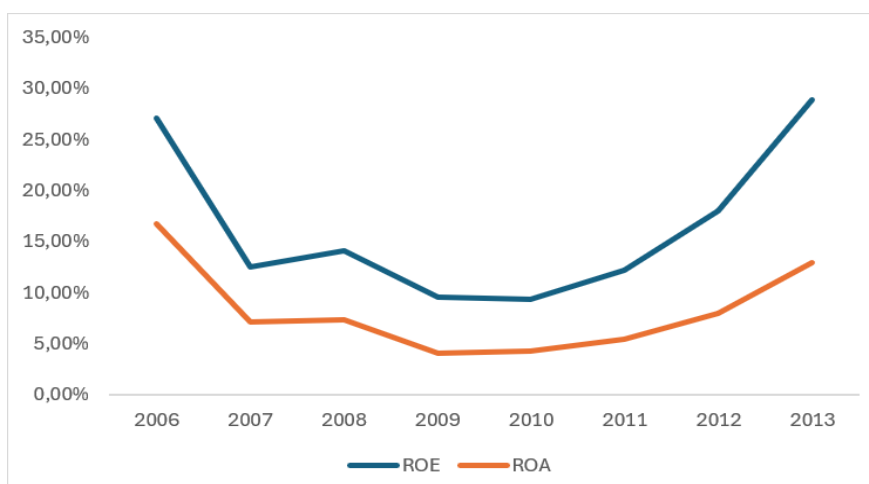
dimostrazione di un'attenta pianificazione da parte del management, il quale, nella nota integrativa relativa all'anno 2010, affermava "We expect to generate operating cost reductions associated with the Wyeth acquisition, net of investments in the business, of approximately \$4 billion to \$5 billion, by the end of 2012". Dallo studio del seguente grafico emerge come gli obiettivi prefissati siano stati perfettamente raggiunti, denotando, anche sotto questo aspetto, un'operazione pienamente riuscita e l'ottenimento di forti sinergie operative e di scala.



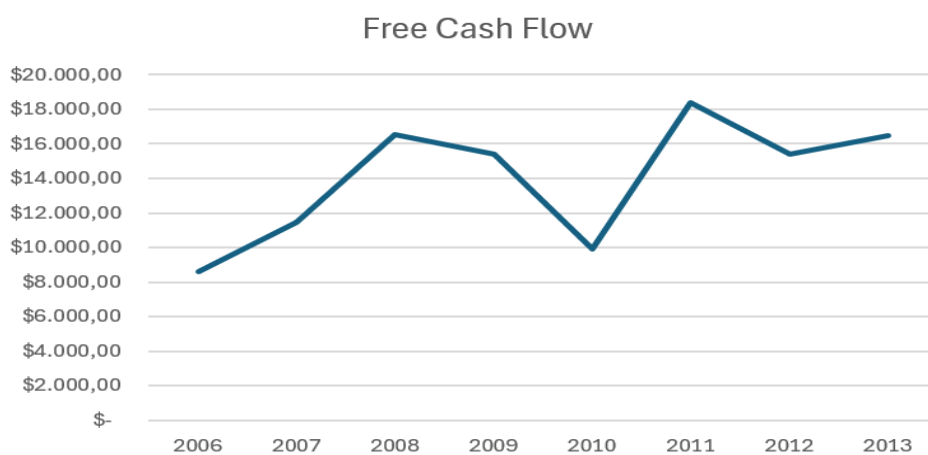
Alle stesse considerazioni si può giungere inoltre anche analizzando l'andamento del Net Profit Margin e del Margine Operativo, entrambi inizialmente altalenanti, con un trend al ribasso fino al 2010, anno in cui hanno poi iniziato a crescere fino a toccare nel 2013 valori mai registrati da inizio periodo di osservazione.



Per approfondire l'analisi della dimensione operativa, è interessante esaminare anche l'andamento di altri due indicatori, vale a dire il Return on Asset ed il Return on Equity. Il ROA ed il ROE sono due importanti indicatori finanziari utilizzati per valutare la redditività e l'efficienza di un'azienda: in particolar modo il primo di questi due misura la capacità di un'azienda di generare profitti utilizzando gli asset a sua disposizione, mentre il ROE misura la redditività del capitale proprio investito dagli azionisti dell'azienda. Come mostrato nel seguente grafico, questi due indicatori, dopo aver raggiunto il minimo valore negli anni a cavallo della transazione, sono poi tornati a crescere in maniera esponenziale proprio in conseguenza dell'operazione di acquisto. Generalmente, infatti, dopo l'acquisizione di un'altra società, il ROA e il ROE possono tornare ad aumentare per diverse ragioni: in primis potrebbe essere un chiaro segnale che l'acquisizione abbia portato a sinergie operative efficaci, capaci quindi di aumentare l'efficienza nell'utilizzo degli asset e del capitale, mostrando un'integrazione ottimale delle due realtà societarie. Inoltre, come visto in precedenza, tale aumento potrebbe essere, e nel nostro caso lo è stato, il riflesso di un incremento delle entrate: l'acquisizione di Wyeth si è visto aver generato un forte sbalzo dei ricavi totali e del net income. Ancora, l'acquisizione potrebbe aver portato a miglioramenti nella struttura finanziaria dell'azienda, riducendo il costo del capitale e aumentando quindi il ROE. In generale, si può affermare che un aumento del ROA e del ROE dopo un'acquisizione può indicare che l'operazione ha portato a miglioramenti significativi sia nell'efficienza operativa, che nella redditività aziendale, e così nella creazione di valore per tutti gli azionisti.



In aggiunta, anche l'evoluzione del Free Cash Flow può rappresentare un chiaro indicatore degli effetti dell'operazione sulla capacità dell'azienda di generare flussi di cassa: il FCF indica infatti la quantità di cassa disponibile per l'azienda dopo aver soddisfatto tutti i suoi impegni finanziari e operativi; tale disponibilità può essere utilizzata per finanziare ulteriori investimenti, ridurre il debito, distribuire dividendi agli azionisti o per altri scopi. Nel grafico che segue viene quindi mostrato l'andamento di questo importante indicatore:



Dopo aver raggiunto un primo picco di oltre \$16 miliardi nel 2008, è evidente il forte ribasso che invece ha subito tra il 2009 ed il 2010, anni in cui ha dovuto affrontare il processo di acquisizione e i relativi costi di ristrutturazione ed integrazione dei sistemi e dei processi, andando a ridurre temporaneamente il Free Cash Flow dell'azienda nel breve termine. Superata questa fase, già nel 2011 si possono osservare i frutti dell'acquisizione, anno in cui la disponibilità liquida ha più che raddoppiato quella registrata ad inizio periodo ed ha superata il livello massimo raggiunto prima dell'operazione, evidenziando la buona adattabilità delle due aziende, così come la vera complementarità dei portafogli di prodotti e mercati che ha motivato l'operazione.

Per concludere, rimane un ultimo obiettivo cui non si è data ancora dimostrazione diretta del suo effettivo raggiungimento: vale a dire la volontà di Pfizer di diversificare l'origine delle sue entrate, sia in termini di prodotti, che di mercati serviti. Viene quindi a supporto la nota integrativa sempre relativa all'anno successivo al completamento dell'acquisizione, ovvero del 2010, nella quale sono espressi dati particolarmente significativi in merito a quest'ultima questione. In particolar modo, veniva confermato il rafforzamento della posizione

internazionale di Pfizer in conseguenza dell'acquisizione di Wyeth; ecco quanto stabilito: “Il fatturato ha superato i 500 milioni di dollari in ciascuno dei 18 paesi al di fuori degli Stati Uniti nel 2010, in ciascuno dei 13 paesi al di fuori degli Stati Uniti nel 2009 e in ciascuno dei 14 paesi al di fuori degli Stati Uniti nel 2008. L'aumento del numero di paesi al di fuori degli Stati Uniti in cui il fatturato ha superato i 500 milioni di dollari nel 2010 è stato dovuto all'inclusione del fatturato dei prodotti ottenuti in seguito all'acquisizione di Wyeth”. In seguito, viene ulteriormente specificato che “il fatturato diversificato a livello mondiale è aumentato del 114% nel 2010 rispetto al 2009, grazie a una serie di fattori, tra i quali l'inclusione dei ricavi operativi derivanti dai prodotti di Wyeth di circa 4,4 miliardi di dollari nel 2010, che hanno influenzato positivamente i ricavi diversificati del 106%. L'aumento è stato principalmente dovuto all'aggiunta delle operazioni di Consumer Healthcare e Nutrizione di Wyeth. I ricavi provenienti dal settore di Salute Animale sono aumentati del 29% nel 2010 rispetto al 2009, riflettendo l'inclusione dei ricavi operativi derivanti dai prodotti per la salute animale di Wyeth del 22%”.

3.3 Caso 2: acquisizione Perrigo – Omega Pharma

3.3.1 Le due aziende

Perrigo Company è un'azienda americana fondata nel 1887 da Luther e Charles Perrigo, due farmacisti, ad Allegan, Michigan. Inizialmente proprietari di un negozio di alimentari e di un'azienda per il trattamento delle mele, decisero di entrare nel mercato farmaceutico confezionando e distribuendo farmaci generici e di marca, compresi farmaci senza prescrizione medica, vitamine, integratori alimentari e prodotti per la cura della pelle. All'inizio degli anni '20, la domanda per i prodotti offerti dall'impresa superava così tanto le capacità produttive della stessa, che fu necessario aprire uno stabilimento più grande, segnando una svolta definitiva per la storia futura dell'azienda. La specializzazione nella produzione di prodotti per la cura della salute a prezzi accessibili, e la transizione nel mercato dei farmaci da banco, permisero a Perrigo di espandere ulteriormente la propria offerta di farmaci, lanciando numerosi nuovi farmaci disponibili senza prescrizione, come l'Advil, il Flonase, il Prilosec, eccetera. Grazie a tutti questi prodotti, l'azienda fu in grado di crescere significativamente e aumentare la sua presenza sul mercato internazionale; iniziò così ad effettuare una serie di acquisizioni strategiche, la prima delle quali avvenne nel 1997 con una società farmaceutica messicana, per poi proseguire l'espansione nel Regno Unito e in Australia. Un altro passo importante per la strategia di crescita dell'azienda avvenne nel 2005 con l'acquisizione di Agis Industries, un importante produttore di farmaci generici e prodotti farmaceutici da banco con sede in Israele,

per \$850 milioni. Ancora, nel 2013, Perrigo completò un'altra importante acquisizione: l'acquisizione di Elan Corporation plc, una società biotecnologica con sede in Irlanda, per circa 8,6 miliardi di dollari; questa mossa consentì alla società di ampliare ulteriormente il suo portafoglio di prodotti e fornì un accesso più ampio ai mercati internazionali, fino a giungere all'acquisizione oggetto di questa tesi.

Omega Pharma è un'azienda belga fondata nel 1987 da Marc Coucke e Yvan Vindevogel, con l'obiettivo di sviluppare prodotti farmaceutici e di automedicazione. Inizialmente, l'azienda si concentrava sulla produzione di prodotti per la cura della pelle e dei capelli, nonché di integratori alimentari e prodotti per l'igiene personale. Successivamente, l'azienda continuò a svilupparsi e decise, nel 1998, di quotarsi in borsa, entrando a far parte della borsa di Bruxelles e facendo parte del BEL20 per svariati anni. Dopo questa quotazione, Omega Pharma intensificò ulteriormente la sua crescita attraverso acquisizioni sia di aziende belghe che straniere, acquisendo marchi ben noti come il Predictor, un marchio di test di gravidanza, e il Prevalin, un marchio di spray nasale per le allergie; e il lancio di diversi marchi di successo nel settore dell'automedicazione, tra cui il marchio di integratori alimentari Davitamon e il marchio di prodotti per la cura della pelle Dermalex. Questa costante crescita portò l'azienda a compiere altre azioni ambiziose, come l'acquisizione nel 2012 del reparto di farmaci da banco di GlaxoSmithKline, che permise ad Omega Pharma di consolidare ulteriormente la sua posizione vantaggiosa nel mercato dei farmaci da banco. Nel 2015, l'acquisizione da parte di Perrigo ha rappresentato un importante punto di svolta nella storia di Omega Pharma, segnando la fine di un'epoca di crescita indipendente e il suo ingresso in un nuovo capitolo come parte di un'azienda più grande e globale.

3.3.2 Descrizione dell'operazione

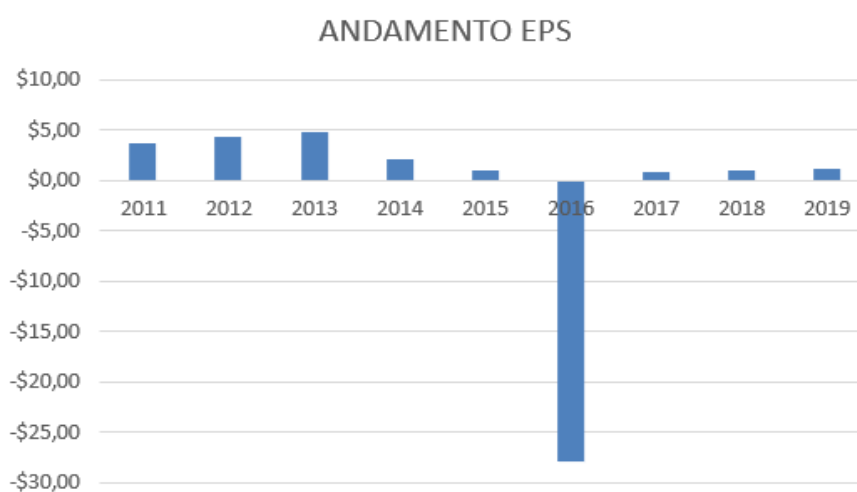
L'acquisizione, avvenuta il 30 marzo 2015, per un corrispettivo totale di €3,6 miliardi, comprendeva l'acquisto del capitale di Omega per €2,48 miliardi e l'assunzione di €1,1 miliardi di debiti. Quanto ricavato dalle dichiarazioni del management di Perrigo, l'acquisizione aveva come obiettivo la creazione di un'entità globale leader nel settore, con una struttura operativa e una generazione di flusso di cassa adeguate a far accelerare ulteriormente la crescita internazionale dell'impresa. L'obiettivo perseguito, continuava ancora il CEO Joseph C. Papa era quello di "ottenere una combinazione strategica capace di creare una delle prime cinque società sanitarie OTC globali per ricavi, potenziando la posizione di leadership OTC attraverso le solide e consolidate piattaforme commerciali, regolatorie e distributive europee di Omega,

che consentono di capitalizzare ulteriormente sui numerosi megatrend favorevoli alla scelta dei consumatori e al controllo dei costi nella sanità. Ci aspettiamo che le società combinate creino un valore enorme per consumatori e azionisti per gli anni a venire”. Infatti, attraverso l'acquisizione della società farmaceutica belga, l'idea era quella di sfruttare l'ampia rete commerciale di Omega Pharma composta da circa 211.000 dipendenti, 105.000 negozi al dettaglio e 3.900 parafarmacie. Questa nozione di espansione internazionale attraverso la rete di Omega Pharma rivela anche un'altra ragione che ha portato all'accordo, ovvero l'acquisizione di competenze e tecnologie dall'azienda; infatti, attraverso l'operazione, Perrigo aveva accesso a una grande esperienza nel mercato OTC europeo e a una vasta rete di professionisti esperti. Inoltre, l'acquisizione consentiva anche all'azienda americana di beneficiare dell'esperienza e delle competenze del management della compagnia belga. Questo team di management possedeva una profonda conoscenza della regolamentazione europea e delle strategie di commercializzazione dei prodotti OTC in Europa. Inoltre, sempre per quanto ricavato sul sito dell'impresa statunitense, i principali benefici attesi dalla transazione riguardavano: un avanzamento significativo nella strategia di crescita internazionale, con un accesso privilegiato al mercato europeo, volto all'ottenimento di una quota aggiuntiva del mercato OTC del valore di \$30 miliardi; un rafforzamento della posizione competitiva di Perrigo, grazie allo sfruttamento delle potenziali sinergie ottenibili tra le due imprese, in particolar modo combinando il portafoglio prodotti per la salute dei consumatori di Perrigo con la solida rete commerciale europea di Omega; un potenziamento del profilo finanziario della società acquirente attraverso flussi di ricavi e flussi di cassa notevolmente diversificati; l'ottenimento di sinergie di costo, grazie all'applicazione dell'esperienza nella catena di approvvigionamento e nella produzione di Perrigo, alle operazioni in essere di Omega. Per lo studio di questo deal, verrà nuovamente utilizzato lo stesso schema di analisi precedentemente impiegato per il caso Pfizer-Wyeth. Iniziando quindi con la definizione della natura di questa acquisizione, sembra essere meno agevole tendere ad una classificazione piuttosto che all'altra. Tale operazione di M&A può essere infatti tranquillamente definita come uno scale deal, in quanto, come visto prima, alcuni degli obiettivi fondamentali ricercati dal management di Perrigo erano il raggiungimento di una maggiore redditività, il consolidamento dell'azienda nell'industria farmaceutica, e l'ottenimento di sinergie di costo tramite l'efficientamento reciproco delle due organizzazioni. Tuttavia, tipicamente di uno scope deal, obiettivi primari erano anche l'accesso a un nuovo mercato, in particolar modo il mercato europeo OTC (Over The Counter), e la diversificazione del portafoglio prodotti; infatti, grazie a Omega Pharma, Perrigo avrebbe avuto a disposizione 54 marchi di prodotti per la cura della salute in più. Questa diversificazione del

portafoglio aveva ovviamente l'obiettivo di migliorare la salute finanziaria dell'azienda e consentirle di diversificare la sua base di entrate, rendendola così meno dipendente da un numero ristretto di prodotto principali; tutto ciò avrebbe inoltre permesso di generare un livello più elevato di flussi di cassa e quindi di garantire un rapido reintegro delle risorse utilizzate per finanziare la chiusura dell'accordo. Per quanto riguarda il tipo di operazione, questo sembra sicuramente più facile da determinare, in quanto le aziende avevano innanzitutto caratteristiche simili, operando principalmente sul mercato dei prodotti e farmaci da banco, e avendo anche dimensioni quantomeno comparabili, visto che nel 2014 Omega Pharma generava \$1,54 miliardi di ricavi, mentre Perrigo ne generava \$4 miliardi. Inoltre, si può aggiungere che erano imprese operanti allo stesso livello della catena di produzione/distribuzione nell'industria farmaceutica. Una volta preso tutto ciò in considerazione, si può quindi caratterizzare l'operazione come una M&A orizzontale.

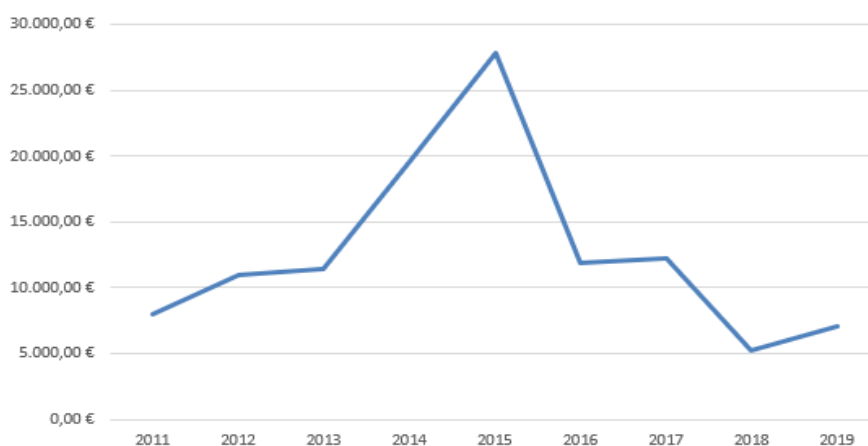
3.3.3 Analisi degli indicatori di performance

Per l'analisi degli indicatori di performance dell'accordo tra Perrigo e Omega Pharma, così come per lo studio del deal precedente, è stata selezionata una finestra temporale di nove anni, prendendo in considerazione, cioè, i quattro anni antecedenti e i quattro successivi alla chiusura della transazione. Per iniziare questa analisi, si cita quanto affermava il CEO dell'azienda nel momento della chiusura del deal: "Perrigo prevede che la transazione sia immediatamente accrescitiva e che contribuisca tra gli \$0.10 e i \$0.20 all'utile per azione relativamente all'esercizio fiscale 2016". Si procede, quindi, a verificare se le previsioni siano state effettivamente confermate o meno.

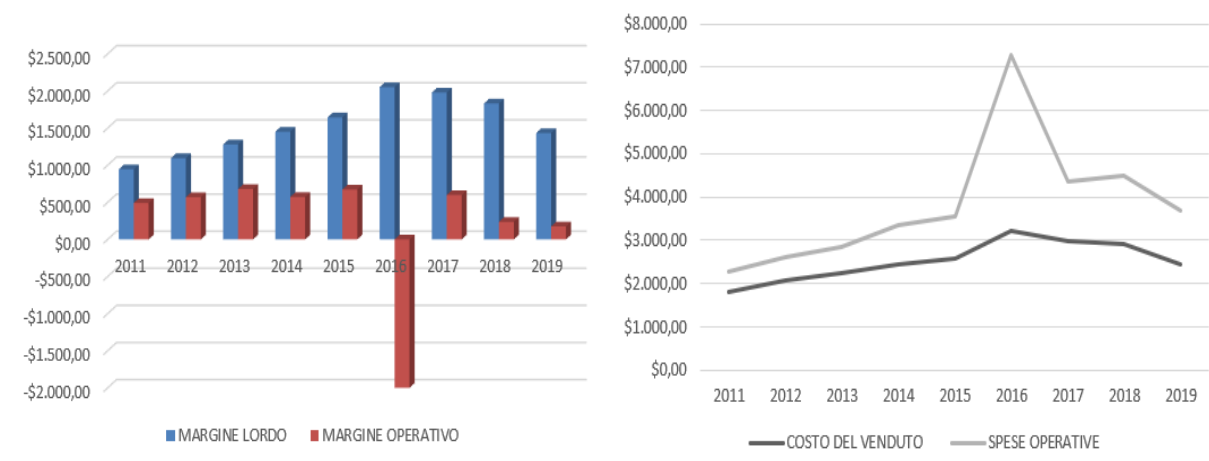


Come si evince dal grafico, non solo l'EPS è diminuito a dismisura nel corso degli anni, chiaro sintomo che l'operazione in esame non ha generato alcun valore per gli azionisti, ma i valori post acquisizione sono scesi anche al di sotto di \$1, ovvero più che dimezzandosi da quelli registrati ad inizio periodo. Per quanto riguarda le stime previste dal CEO di Perrigo relative al 2016, queste sono state chiaramente smentite dai dati mostrati, sicché, come si nota, l'EPS di quell'anno è crollato addirittura ad un valore negativo pari a -\$28,01. Tale valore, tuttavia, si è verificato anche a causa di situazioni "straordinarie" che hanno coinvolto le due società. Il tutto ha inizio quando, l'8 aprile 2015, il concorrente produttore di farmaci Mylan si è rivolto al Consiglio di amministrazione di Perrigo con un'offerta di acquisto per \$205 per azione, rappresentando un premio di quasi il 30% rispetto alla capitalizzazione di mercato totale della società. Nonostante l'approccio di Mylan sia stato ben accolto dagli investitori, facendo aumentare il prezzo delle azioni di Perrigo fino a raggiungere i \$215 per azione durante le contrattazioni intraday dello stesso giorno, a partire dal 21 aprile 2015, la società ha respinto pubblicamente l'offerta di Mylan e ha falsamente comunicato agli investitori che l'offerta sottostimava sostanzialmente le sue prospettive di crescita e non teneva conto dei pieni benefici derivanti dall'acquisizione della Omega Pharma. Anche se Mylan, in seguito, ha aumentato la sua offerta a circa \$235 per azione, nei successivi sei mesi, Perrigo ha continuato a condurre una campagna pubblica per convincere gli azionisti a respingere la proposta di Mylan, e così, convinti dalla forte opposizione del management all'offerta di Mylan, il 13 novembre 2015, la maggioranza degli azionisti della società ha deciso di non conferire le proprie azioni rendendo così l'offerta di vendita una fallimento. La verità ha cominciato poi ad emergere il 18 febbraio 2016, quando Perrigo ha riportato ricavi, margini, utili e flusso di cassa del quarto trimestre 2015, risultati essere inferiori alle aspettative degli investitori, e ha ridotto inoltre le previsioni di guadagno previste per il 2016. L'azienda ha successivamente anche annunciato l'improvvisa necessità di ristrutturare alcune parti del business di Omega, e che avrebbe dovuto registrare un addebito per svalutazione di \$185 milioni legato agli asset della società belga. Poi, il 22 aprile 2016, Reuters ha riportato che il CEO di lunga data di Perrigo sarebbe stato nominato nuovo CEO della concorrente società farmaceutica Valeant Pharmaceuticals; alcuni giorni dopo, la società statunitense ha confermato che il CEO si sarebbe effettivamente dimesso per diventare il nuovo amministratore delegato di Valeant. L'azienda ha poi ulteriormente ridotto le sue previsioni di guadagno per il 2016 e annunciato risultati preliminari deboli per il primo trimestre dello stesso anno, attribuendo la scarsa performance finanziaria a pressioni competitive crescenti e a una performance più debole del previsto all'interno di Omega. Proseguendo, il 12 maggio 2016, Perrigo ha annunciato una perdita netta di \$0.93 per azione nel primo trimestre,

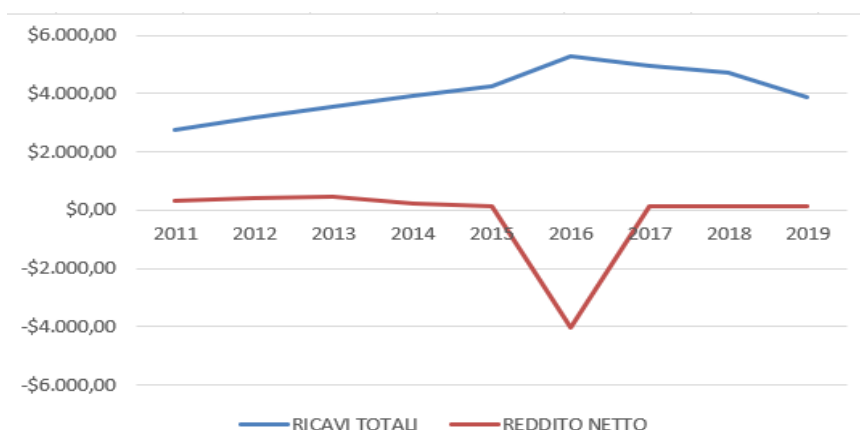
successivamente corretta in una perdita di \$2.34 per azione, attribuendo come causa principale di tali risultati un ulteriore addebito per svalutazione di \$467 milioni relativo all'acquisizione di Omega. Come se non bastasse, Perrigo ha accusato la società da lei stessa acquisita di aver falsificato in modo fraudolento i propri conti di circa 1,9 miliardi di euro, per ottenere un prezzo di vendita della transazione più elevato, registrando come venduti prodotti invenduti nel settore dei marchi per la cura della salute, e avviando quindi contro la stessa una procedura di arbitrato. Queste rivelazioni hanno ovviamente causato un declino significativo nel prezzo delle azioni di Perrigo. Infine, nel 2021, il tribunale ha ordinato al CEO di Omega e al consorzio finanziario guidato dal fondo di investimento Waterland di effettuare un rimborso di 266 milioni di euro a favore della società americana. Tra le altre cose, questo altalenante andamento dei prezzi delle azioni, in un primo momento gonfiati in seguito alla proposta di acquisto da parte di Mylan nel 2015, e subito dopo invece colpiti sia dalle basse performance realizzate e attese, che dalla vicenda giudiziaria tra le due società coinvolte nell'acquisizione, ha avuto logicamente un riflesso sulla capitalizzazione di mercato di Perrigo, come si può evincere dal grafico che segue.



Proseguendo con l'analisi, ripartiamo da una seconda stima effettuata dal CEO di Perrigo, il quale affermava: "l'azienda prevede di ottenere nel corso tempo maggiori ricavi e sinergie nella catena di approvvigionamento in Europa, contribuendo con oltre \$125 milioni al margine lordo nel 2019". Andiamo a verificare quindi, come fatto con gli EPS, se tali stime sono state poi realmente soddisfatte.

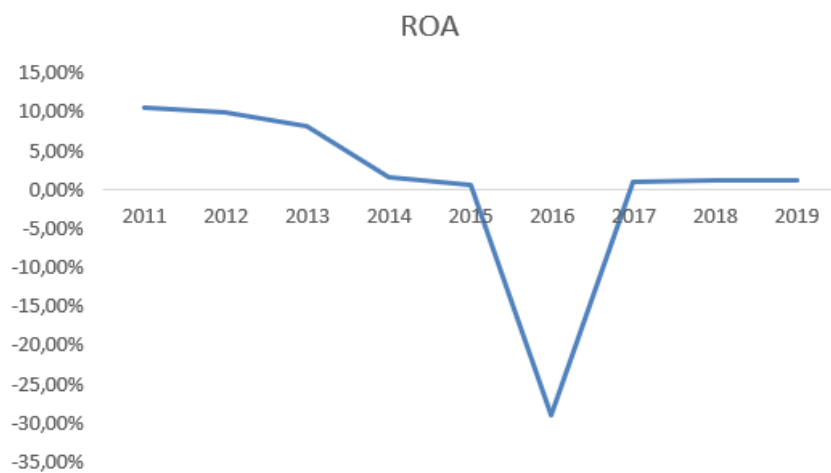


Analizzando il grafico di sinistra, si può riconoscere che il margine lordo, come auspicato dalla dirigenza aziendale, sia effettivamente aumentato negli anni subito post acquisizione; ritornando, però, nel 2019, ai valori originari registrati prima dell'acquisizione. Tale incremento, particolarmente visibile nel 2016, è da rivedersi, secondo quanto esposto dalla stessa società, proprio grazie all'apporto della neo acquisita Omega, la quale ha contribuito al margine lordo dello stesso anno per circa \$80 milioni. Tuttavia, la qualità di un'operazione non può basarsi solo sull'andamento del gross margin, ed ho ritenuto quindi necessario inserire nello stesso grafico anche il margine operativo, in modo da avere una visione più chiara della situazione: si può notare infatti che il margine operativo non si sia mai sviluppato, registrando anzi, nel 2016, un tracollo di -\$2 miliardi. Tale perdita, per quanto riscontrato nella nota integrativa della società, è stata causata in parte proprio da un aumento vertiginoso delle spese operative e di ristrutturazione relative ai processi di integrazione di Omega nella nuova entità; costi, che seppur abbiano registrato il livello massimo nell'anno immediatamente successivo al completamento dell'operazione, non hanno mai cessato di esistere, dimostrando la non riuscita integrazione tra le due imprese. Ad esempio, nel 2017 si sono verificati, come soli costi di ristrutturazione e ridimensionamento del segmento di business "Consumer Health Care" relativo ad Omega Pharma, ben \$20 milioni. Quanto detto fin qui è dimostrato anche dal grafico affianco a quello appena analizzato, dove sono indicati l'andamento del costo del venduto e delle spese operative: mentre il primo si è mantenuto pressoché costante durante tutto l'arco di tempo preso in esame, non intaccando maggiormente il margine lordo, le spese operative, come appena finito di dire, sono invece aumentate di parecchio, specialmente nei due/tre anni immediatamente post acquisizione, determinando un calo del margine operativo. Quanto visto fino ad ora può essere confermato anche dallo studio dei ricavi totali e del reddito netto, il cui andamento è rappresentato nel grafico seguente.

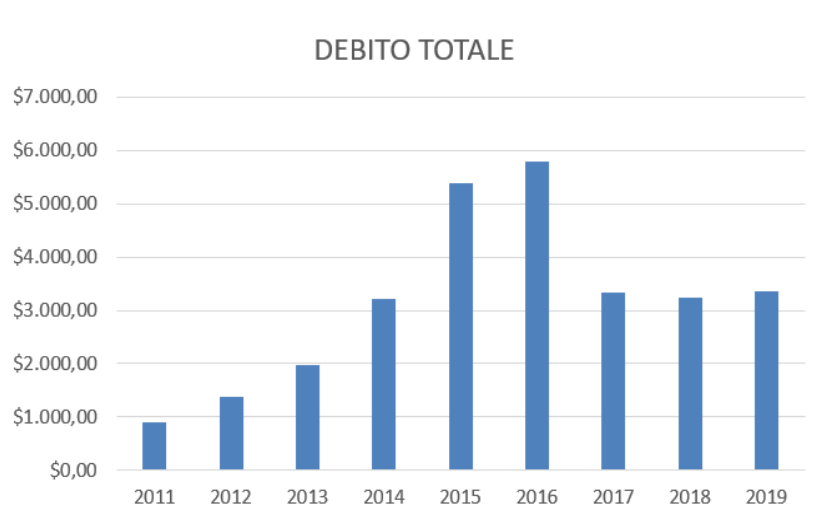


Mentre i ricavi totali sono andati incontro a una certa crescita, sperimentando un picco di oltre \$5 miliardi nel 2016, ed arrestandosi nel 2019 ad un valore di circa \$4 miliardi, comunque superiore a quanto registrato prima dell'acquisizione di Omega, ciò non si può dire per il net income, partito a \$340 milioni nel 2013, crollato a -\$4 miliardi nel 2016, e attestatosi a \$146 milioni nel 2019, vale a dire meno della metà di quanto registrato ad inizio periodo.

Passiamo adesso ad analizzare l'andamento nel corso degli anni del Return on Asset, in quanto esso consente di valutare se gli obiettivi di miglioramento delle performance e di creazione di valore sono stati raggiunti. Tuttavia, come evidenziato dal grafico seguente, sembra confermarsi il fallimento della M&A tra Perrigo e Omega Pharma. Sebbene infatti una diminuzione di questo rapporto potesse essere semplicemente spiegata da un aumento degli asset totali più che proporzionale all'incremento del net income, purtroppo non è questo il caso. Il crollo di questo importante indicatore è infatti causato da una duplice leva: se da un lato gli asset sono logicamente aumentati notevolmente a seguito dell'operazione, addirittura quadruplicando il loro valore da inizio periodo a fine 2019, passando cioè da un valore di circa \$3 miliardi nel 2011 ad un valore di circa \$12 miliardi nell'ultimo anno considerato, dall'altro lato il net income ha assistito ad un andamento diametralmente opposto, divenendo cioè, nel 2019, un quarto del valore registrato nel 2011. D'altronde, abbiamo già visto le difficoltà incontrate in seguito alla vicenda giudiziaria del 2016 e tutti i costi necessari per cercare di integrare efficacemente le due società.



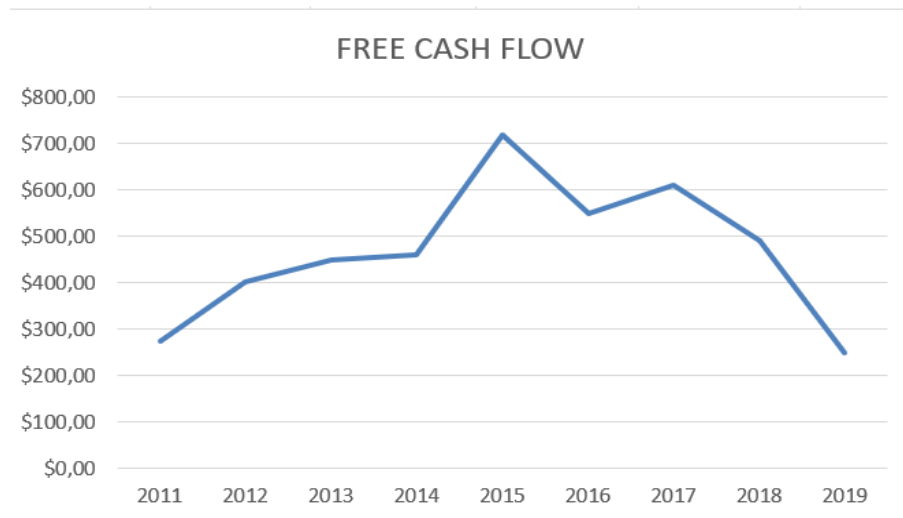
Infine, concludiamo la valutazione di questa operazione analizzando un ultimo aspetto cui la direzione di Perrigo si era posta degli obiettivi in seguito all'acquisizione di Omega Pharma: vale a dire la generazione di ingenti flussi di cassa capaci di ripagare il debito di €1.3 miliardi assunto come parte del deal. Come si evince sempre da una dichiarazione rilasciata al momento dell'accordo, la società faceva leva sulla capacità dell'acquisita belga di generare, come riportato al bilancio del 31 dicembre 2014, €1.27 miliardi di ricavi e €200 milioni di margine operativo. Partiamo analizzando l'effetto dell'acquisizione sull'indebitamento aziendale, come mostrato nella figura sottostante:



Come ci si aspettava, l'acquisizione di Omega ha conseguito un forte incremento del debito, assecondando un trend in rialzo avviato già prima negli anni antecedenti l'acquisizione.

Sorprendentemente però, almeno sotto questo profilo, l'azienda sembra essere riuscita a mantenere le aspettative, facendo diminuire il peso dell'indebitamento fino ai valori registrati

nell'anno immediatamente precedente alla messa in atto dell'operazione. Passiamo quindi all'osservazione del Free Cash Flow per effettuare un'analisi comparata tra le due entità:



Come si evince dal grafico, il FCF è realmente aumentato fino alla fine del 2015, per poi seguire un andamento decisamente decrescente fino al 2019, dove è tornato ad un valore al di sotto dei \$300 milioni. L'analisi del grafico a sé stante, tuttavia, non contribuisce a cogliere appieno le motivazioni che possono risiedere dietro tale circostanza; diventa quindi necessario consultare la nota integrativa fornita dalla società: in base a quanto affermato nella stessa, infatti, si comprende che parte delle risorse di cassa disponibili sono state effettivamente utilizzate, nel corso degli anni, per ripagare i debiti assunti in conseguenza dell'acquisizione. Tuttavia, non viene specificato quanta parte del calo del cash disponibile è da attribuire a tale rimborso dei debiti, e quanta invece è da ricondurre ai deboli risultati ottenuti dall'integrazione delle sue società; seppur infatti, Perrigo abbia raggiunto il suo obiettivo di diversificare le proprie entrate, aggiungendo un vasto numero di prodotti al proprio portafoglio e accedendo al mercato OTC europeo, non si può dire che lo abbia fatto con successo. Particolarmente emblematico di questa operazione di M&A decisamente infruttuosa, oltre a tutti i dati poco soddisfacenti mostrati nei grafici rappresentati in questa analisi, è quanto statuito nella nota integrativa relativa all'anno 2016, dove veniva attribuita la più scarsa performance, in termini di operating income, proprio al mercato belga, sede della Omega Pharma.

4. CONCLUSIONE

L'obiettivo di questa tesi è testare un quadro analitico, sia qualitativo che quantitativo, finalizzato a valutare il successo di un'operazione di fusione e acquisizione (M&A), applicabile

globalmente a tutti i deal. Queste operazioni costituiscono una manovra strategica chiave per le aziende che cercano la diversificazione, l'espansione o, più recentemente, di affrontare una concorrenza sempre crescente, e che quindi adoperano tali mosse strategiche per ristrutturare il proprio portafoglio di business. Pertanto, sembrava interessante sviluppare un modello analitico che consentisse di valutare il grado di successo o fallimento di tali operazioni. Nonostante il crescente numero di M&A nel corso degli anni, non esiste ancora un quadro analitico univoco applicabile in modo generale a queste operazioni; infatti, seppur molti studiosi hanno cercato di valutare l'impatto delle M&A sui risultati di un'azienda, gli indicatori per valutare con affidabilità le performance di una M&A non sono ancora stati chiaramente definiti. Per questa ragione, e sulla base di una revisione della letteratura, questa tesi propone di elaborare un quadro analitico esplorativo che consenta tale analisi. Nella prima fase, l'approccio ha consistito nell'identificare indicatori coerenti attraverso la lettura di articoli scientifici; successivamente, è stata analizzata la fase classica di una M&A, evidenziando i fattori che possono influenzare il suo successo o il suo fallimento, e infine, è stata sviluppata una proposta di modello analitico. La prima fase di tale modello consiste nella definizione precisa del tipo di deal considerato; infatti, è grazie a questa caratterizzazione che, nella seconda fase dell'analisi, lo studio degli indicatori acquista tutto il suo significato. Senza alcuna conoscenza della natura e del tipo di M&A, così come delle motivazioni che hanno spinto l'operazione, sarebbe impossibile trarre qualsiasi conclusione dagli indicatori presi in considerazione. Il rischio sarebbe limitarsi a un'analisi fattuale che menziona, ad esempio, che un particolare criterio è aumentato o diminuito, senza poter determinare se questa variazione rappresenta un impatto positivo o negativo del deal e se è coerente o meno con gli obiettivi dell'operazione. Per queste ragioni, il modello analitico è stato sviluppato in due parti. La prima si concentra sulla caratterizzazione della M&A, definendo la sua natura, (scope deal o scale deal), il suo tipo (orizzontale, verticale, concentrico, conglomerato) e le motivazioni della sua realizzazione (economie di scala, accesso a nuovi mercati, incremento dei ricavi, eccetera). La seconda parte si concentra invece sull'analisi di alcuni indicatori (finanziari, operativi, flusso di cassa), ritenuti più adeguati al caso specifico. Questo approccio empirico basato sul case study, si è concentrato su due deal realizzati negli ultimi quindici anni, ed entrambi nell'industria farmaceutica americana. Questa delimitazione consente di applicare il modello in un contesto simile per ciascun deal studiato, garantendo coerenza e comparabilità tra i casi. Come visto, i deal presi in considerazione includono quelli tra Pfizer e Wyeth, e tra Perrigo e Omega Pharma, con il primo considerato performante e il secondo decisamente meno performante. I risultati di questi due casi studiati sembrano confermare complessivamente la pertinenza del modello analitico, tuttavia con alcune

sfumature. Nel primo caso, l'affare Pfizer-Wyeth, gli indicatori mettono in luce il successo dell'operazione, attraverso l'analisi ad esempio dell'EPS e dei dividendi, insieme a quella del Net Financial Margin, degli indicatori di redditività quali il ROA ed il ROE, e vari altri, mostrando chiaramente una buona integrazione di Wyeth all'interno della struttura operativa di Pfizer. L'analisi del secondo deal esaminato, ovvero quello tra Perrigo e Omega Pharma, è stata ritenuta particolarmente interessante in quanto si collocava su un livello pressoché diverso rispetto al primo, sia in termini di grandezza dell'operazione che di risultati ottenuti. Infatti, quasi tutti gli indicatori hanno misurato il fallimento di questa operazione, descrivendo una debole integrazione di Omega Pharma all'interno di Perrigo e le conseguenze che ne derivano. In conclusione, si può constatare che l'utilizzo di alcuni indicatori sia più adatto ad un caso piuttosto che ad un altro, e che tale scelta si deve basare fondamentalmente su una contestualizzazione dell'operazione effettuata prima di adoperarsi nell'utilizzo degli indicatori.

4.1 Limiti del modello

Il modello analitico testato in questa tesi, attraverso due studi di caso, ha un'ambizione esplorativa ed è importante, al termine di questo lavoro, identificarne i limiti. È chiaro che questo modello non ha l'obiettivo di generalizzazione e che la sua portata deve essere sfumata per garantire una comprensione adeguata del suo scopo. Una prima limitazione è legata alla scelta dei deal studiati, che sono stati tutti caratterizzati come di tipo orizzontale. Questo è il risultato di una scelta riflessa che aveva l'obiettivo di determinare un campione di casi comparabili, in modo da minimizzare l'interferenza di altri fattori, e poter trarre conclusioni affidabili dalle analisi effettuate. Sarebbe stato infatti difficile e probabilmente poco fruttuoso giungere a conclusioni pertinenti sugli indicatori se questi fossero stati applicati a M&A molto diverse, con potenziali impatti diversi sugli stessi indicatori. Un'altra limitazione legata alla scelta del campione è rappresentata dalla selezione di un unico settore; e anche questa è una scelta motivata dalle stesse ragioni del punto precedente. Queste limitazioni legate al campione invitano alla prudenza e non permettono una generalizzazione all'intero universo delle M&A realizzate. Infatti, le ripercussioni di una M&A orizzontale di tipo scale deal o scope deal possono probabilmente variare da un settore all'altro, con una conseguente influenza sugli indicatori possibilmente molto diversa da quanto verificatosi nei casi studiati in questa tesi. Un altro elemento che potrebbe essere considerato come un limite del modello è la sua migliore adattabilità a certe motivazioni delle operazioni rispetto ad altre; infatti, i legami tra

motivazioni, come il miglioramento delle performance, la realizzazione di economie di scala o l'espansione verso nuovi mercati, e le variazioni degli indicatori sono analizzabili e permettono di dare una vera interpretazione dei fenomeni. D'altro canto, una motivazione come l'acquisizione di una giovane impresa promettente sarebbe senza dubbio più difficile da analizzare e soprattutto difficile da collegare agli indicatori. Per tali motivi, è necessario essere prudenti nell'interpretazione dei risultati e tenere presente che ogni variabile identificata nel modello in un certo momento potrebbe non avere una validità altrettanto lineare di altre.

4.2 Prospettive future

Una prima proposta per migliorare la portata del modello in esame sarebbe quella di estendere il campione dei casi studiati. Infatti, sembra inizialmente molto interessante e necessario estendere l'analisi ad altri settori. Studiando altri settori molto attivi nelle attività di M&A, ciò consentirebbe di approfondire la pertinenza del modello e, forse, delineare le basi di una possibile generalizzazione dello stesso. Probabilmente, sarebbe opportuno aggiungere anche ciò che potremmo chiamare “analisi contrastate”, volendo intendersi, con tale termine, un’analisi che includerebbe quattro o cinque coppie di operazioni selezionate in settori diversi, e, allo stesso tempo, che presentano le stesse dimensioni di transazione. Questo tipo di analisi consentirebbe di ottenere una prospettiva diversa sulle analisi settoriali e osservare concretamente se operazioni di profilo simile conducono a risultati di analisi simili. Una generalizzazione del modello richiederebbe anche, preventivamente, un test empirico su deal di diversa natura; infatti, come è stato il caso di questa tesi, gli studi all'interno di settori specifici o di operazioni simili rischiano di concentrarsi su un solo tipo di operazioni, come ad esempio gli scale deal orizzontali. Quindi, sembra molto interessante condurre studi che prendano in considerazione operazioni con altri obiettivi e che si caratterizzino come scope deal, ad esempio, o M&A verticali, concentriche o conglomerate, in quanto ciò consentirebbe di testare la pertinenza degli indicatori su operazioni molto diverse.

5. ALLEGATI STRUMENTALI ALL'ANALISI

Di seguito sono condivise le tabelle di lavoro create e adoperate per lo svolgimento dell'analisi. I valori inseriti nelle seguenti tabelle sono stati reperiti dai report annuali delle imprese coinvolte nelle acquisizioni, vale a dire, rispettivamente, dal conto economico, dallo stato patrimoniale, e dallo relazione sui flussi di cassa. Come risulta evidente, nelle presenti tabelle, sono state inserite soltanto alcune voci e alcuni indicatori relativi ai documenti di bilancio aziendali, vale a dire quelli ritenuti più idonei e strumentali allo svolgimento dell'analisi empirica effettuata. I grafici sono stati realizzati personalmente, utilizzando i dati in tabella.

Pfizer: valori espressi in milioni

Conto economico	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
RICAVI TOTALI	\$48.371,00	\$48.418,00	\$48.296,00	\$50.009,00	\$67.809,00	\$67.425,00	\$58.986,00	\$51.584,00
COSTO DEL VENDUTO	\$7.640,00	\$11.239,00	\$8.112,00	\$8.459,00	\$14.788,00	\$12.500,00	\$9.821,00	\$9.586,00
MARGINE LORDO	\$40.731,00	\$37.179,00	\$40.184,00	\$40.810,00	\$50.377,00	\$48.535,00	\$44.836,00	\$41.998,00
SPESE OPERATIVE	\$27.703,00	\$27.901,00	\$30.490,00	\$30.136,00	\$40.906,00	\$37.054,00	\$33.594,00	\$26.282,00
MARGINE OPERATIVO	\$13.028,00	\$9.278,00	\$9.694,00	\$10.674,00	\$9.471,00	\$11.481,00	\$11.242,00	\$15.716,00
REDDITO NETTO	\$19.337,00	\$8.144,00	\$8.104,00	\$8.635,00	\$8.257,00	\$10.009,00	\$14.570,00	\$22.003,00
EPS	\$2,67	\$1,18	\$1,20	\$1,23	\$1,03	\$1,28	\$1,96	\$3,23
DIVIDENDI	\$0,96	\$1,16	\$1,28	\$0,80	\$0,72	\$0,80	\$0,88	\$0,96
Margine lordo %	84,21%	76,79%	83,20%	82,83%	77,31%	79,52%	82,03%	81,42%
Margine operativo %	29,30%	21,30%	31,10%	23,70%	17,80%	23,30%	30,40%	32,90%
Net Profit Margin %	39,98%	16,82%	16,78%	17,27%	12,18%	14,84%	24,70%	42,65%
EBITDA	\$26.622	\$14.367	\$14.839	\$15.537	\$17.809	\$22.656	\$24.446	\$32.719
EBIT	\$21.329	\$9.167	\$9.749	\$10.780	\$9.410	\$13.630	\$16.791	\$26.309
FREE CASH FLOW	\$8.610,00	\$11.473,00	\$16.537,00	\$15.382,00	\$9.941,00	\$18.358,00	\$15.419,00	\$16.478,00
Stato patrimoniale								
ATTIVITA' CORRENTI	\$46.949,00	\$46.849,00	\$43.076,00	\$61.670,00	\$60.468,00	\$57.728,00	\$61.415,00	\$56.224,00
TOTALE ATTIVITA'	\$115.546,00	\$115.268,00	\$111.148,00	\$212.949,00	\$195.014,00	\$188.002,00	\$185.798,00	\$172.101,00
PASSIVITA' CORRENTI	\$21.389,00	\$21.835,00	\$27.009,00	\$37.225,00	\$28.609,00	\$28.909,00	\$29.186,00	\$23.366,00
TOTALE PASSIVITA'	\$44.114,00	\$50.144,00	\$53.408,00	\$122.503,00	\$106.749,00	\$105.381,00	\$104.120,00	\$95.481,00
DEBITO TOTALE	\$7.980,00	\$13.139,00	\$17.283,00	\$48.662,00	\$44.033,00	\$38.949,00	\$37.460,00	\$36.489,00
SHAREHOLDERS' EQUITY	\$71.358,00	\$65.010,00	\$57.556,00	\$90.446,00	\$88.265,00	\$82.190,00	\$81.260,00	\$76.307,00
Indicatori								
CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO	\$186.751,00	\$155.241,00	\$119.417,00	\$146.785,00	\$140.254,00	\$166.346,00	\$184.648,00	\$198.515,00
DEBITO/EQUITY	0,11	0,2	0,3	0,54	0,5	0,47	0,46	0,48
RAPP. DI LIQUIDITA' IMMEDIATA	2,20	2,15	1,59	1,66	2,11	2,00	2,10	2,41
ROE	27,70%	12,00%	12,50%	12,40%	9,40%	11,40%	17,90%	27,90%
ROA	17,20%	7,30%	7,00%	5,60%	4,30%	5,20%	7,90%	12,30%
ROC	14,89%	10,55%	10,77%	6,17%	6,30%	6,96%	8,22%	11,65%
SHAREHOLDER RETURN	5,55%	9,71%	9,92%	0,03%	-10,51%	6,23%	8,10%	11,26%

Perrigo: valori espressi in milioni

Conto Economico	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
RICAVI TOTALI	\$2.755,00	\$3.173,20	\$3.539,80	\$3.914,10	\$4.227,10	\$5.280,60	\$4.946,20	\$4.731,70	\$3.869,90
COSTO DEL VENDUTO	\$1.810,20	\$2.077,70	\$2.259,80	\$2.462,00	\$2.582,90	\$3.228,80	\$2.966,70	\$2.900,20	\$2.436,20
MARGINE LORDO	\$944,80	\$1.095,50	\$1.280,00	\$1.452,10	\$1.644,20	\$2.051,80	\$1.979,50	\$1.831,50	\$1.433,70
SPESE OPERATIVE	\$454,70	\$526,40	\$600,90	\$880,70	\$971,70	\$4.051,50	\$1.381,30	\$1.595,00	\$1.259,00
MARGINE OPERATIVO	\$490,10	\$569,10	\$679,10	\$571,40	\$672,50	-\$1.999,70	\$598,20	\$236,50	\$174,70
REDDITO NETTO	\$339,20	\$401,60	\$441,90	\$232,80	\$136,10	-\$4.012,80	\$119,60	\$131,00	\$146,10
EPS	\$3,67	\$4,31	\$4,71	\$2,02	\$0,97	-\$28,01	\$0,84	\$0,95	\$1,07
DIVIDENDI	\$0,27	\$0,31	\$0,35	\$0,39	\$0,46	\$0,58	\$0,64	\$0,76	\$0,82
Margine lordo %	34,29%	34,52%	36,16%	37,10%	38,90%	38,86%	40,02%	38,71%	37,05%
Margine operativo %	17,79%	17,93%	19,18%	14,60%	15,91%	-37,87%	12,09%	5,00%	4,51%
Net profit margin %	12,31%	12,66%	12,48%	5,95%	3,22%	-75,99%	2,42%	2,77%	3,78%
EBITDA	\$594,40	\$716,60	\$833,70	\$613,20	\$665,00	-\$4.174,70	\$893,00	\$842,20	\$649,40
EBIT	\$0,22	\$0,23	\$673,50	\$407,10	\$406,30	-\$4.631,70	\$448,20	\$418,60	\$252,90
FREE CASH FLOW	\$274,60	\$403,70	\$449,70	\$461,40	\$718,20	\$548,70	\$610,30	\$490,40	\$250,10
Stato Patrimoniale									
ATTIVITA' CORRENTI	\$1.377,00	\$1.796,00	\$2.237,00	\$2.551,00	\$3.229,00	\$2.805,00	\$2.820,00	\$2.902,00	\$2.731,00
TOTALE ATTIVITA'	\$3.189,00	\$4.024,00	\$5.351,00	\$13.853,00	\$19.592,00	\$13.870,00	\$11.629,00	\$10.983,00	\$11.301,00
PASSIVITA' CORRENTI	\$606,04	\$652,70	\$749,40	\$1.075,00	\$1.749,00	\$1.836,00	\$1.436,00	\$1.537,00	\$1.336,00
TOTALE PASSIVITA'	\$1.658,00	\$2.171,00	\$3.018,00	\$5.159,00	\$8.892,00	\$7.913,00	\$5.458,00	\$5.313,00	\$5.497,00
DEBITO TOTALE	\$892,77	\$1.369,00	\$1.974,00	\$3.207,00	\$5.400,00	\$5.797,00	\$3.341,00	\$3.242,00	\$3.369,00
SHAREHOLDERS' EQUITY	\$1.531,00	\$1.853,00	\$2.333,00	\$8.693,00	\$10.699,00	\$5.958,00	\$6.171,00	\$5.668,00	\$5.804,00
Indicatori									
CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO	7.961,00 €	11.017,00 €	11.379,00 €	19.531,00 €	27.870,00 €	11.933,00 €	12.276,00 €	5.264,00 €	7.031,00 €
DEBITO/EQUITY	0,58	0,74	0,85	0,37	0,5	0,97	0,54	0,57	0,58
RAPP. DI LIQUIDITA' IMMEDIATO	2,27	2,75	2,99	2,37	1,85	1,53	1,96	1,89	2,04
ROE	22,16%	21,67%	18,94%	2,68%	1,27%	-67,35%	1,94%	2,31%	2,52%
ROA	10,64%	9,98%	8,26%	1,68%	0,69%	-28,93%	1,03%	1,19%	1,29%
ROC	15,27%	13,63%	11,47%	3,68%	2,18%	-17,01%	2,69%	1,20%	2,06%
SHAREHOLDER RETURN	-0,41%	-0,34%	-0,13%	-22,05%	-20,73%	-1,80%	1,19%	5,02%	2,90%

6. BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Paolo Bastia, Raffaella Brogi, (2016). Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa.

B. Epsen Eckbo, Karin S. Thorburn, (2013). Corporate Restructuring: Foundations and Trends in Finance, Forthcoming.

Lucio Potito, A. Caldarelli, R. Maglio, et al., (2019). Pianificazione e controllo di gestione: principi e strumenti.

Jayadev M, (2014). Corporate Financial Restructuring: An analysis of select cases.

Vikas Srivastava, Ms. Ghansia Mushtaq; Vol. 01, 2011. Corporate Restructuring: a financial strategy.

B. Epsen Eckbo, Karin S. Thorburn, (2008). Corporate Restructuring: Breakups and LBOs.

Edward H. Bowman, Harbir Singh; Strategic Management Journal, Vol.14 (1993). Corporate Restructuring: reconfiguring the firm.

Jeffrey H. Dyer, Harbir Singh (1998). The relational view: cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage.

Edgar H. Schein, (1991): Organizational culture and leadership.

Angèlica M. Sàanchez, Luis A. Guerras, Francisco J. Forcadell, (2016). Who's who in Business Portfolio Restructuring research: The Intellectual Structure.

Franco Fontana, Paolo Boccadelli, (2015). Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita.

Jarrad Harford, Journal of financial economics, Vol.77, (2005). What drives merger waves?

DePamphilis, D. M. (2013). Mergers, acquisitions, and others restructuring activities: an integrated approach to process, tools, cases, and solutions.

Chris Veld, Yulia V. Merkoulova, (2008). Value creation through Spin-Offs: a review of the empirical evidence.

Enzo Peruffo, Alessandra Perri, Luca Pirolo, (2014). La creazione di valore nelle strategie di disinvestimento: evidenze dal contesto europeo.

Jay Barney, (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage.

Robbie K., Wright M. (1995). The risk and returns of management buy-outs, evidence from the U.K. and Holland.

Clark, Ofek. Mergers as a Means of restructuring distressed firms: an empirical investigation
Journal of financial and quantitative analysis, vol.29, no.4, December 1994.

J. Sherman, (2018). Mergers and Acquisitions from A to Z.

Laurence Capron and Jung-Chin Shen, (2003). Acquisitions of Private vs. Public Firms: Private Information, Target Selection, and Acquirer Returns.

Patrick A. Gaughan, seventh edition, (2017). Mergers, Acquisitions, and corporate restructuring. Revised edition of the author's Mergers, acquisitions, and corporate restructurings, 2015.

Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J. (2013). Corporate Finance.

Yaakov Weber et al., (2014). A Comprehensive Guide to Mergers & Acquisitions: Managing the Critical Success Factors Across Every Stage of the M&A Process.

Gitman Lawrence, (2009). Principles of managerial finance.

Morresi, O., Pezzi, A. (2014). Cross-border mergers and acquisitions: Theory and empirical evidence.

Michael C. Jensen, (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers.

Anthony F. Buono, James L. Bowditch (2003). The Human Side of Mergers and Acquisitions: Managing Collisions Between People, Cultures, and Organizations.

Lubatkin, M. (1983). Mergers and Performance of the Acquiring Firm.

Baker, H. K., Kiyamaz, H., (2011). The art of capital restructuring: Creating shareholder value through mergers and acquisitions.

William McKinley, Andreas G. Scherer, (2008). Some unanticipated consequences of organizational restructuring.

<https://www.linkedin.com/pulse/organizational-restructuring-muiz-ahmed#:~:text=Organizational%20restructuring%20is%20a%20process,goals%20and%20objectives%20more%20effectively.>

<https://strategiaebusiness.com/consulenza-aziendale/spinoff/>

<https://www.acapam.com/blog/what-is-the-difference-among-spin-off-split-off-and-split-up/>

<https://www.investopedia.com/articles/investing/090715/comparing-spinoffs-splitoffs-and-carveouts.asp>

<https://financialmanagement.pressbooks.tru.ca/chapter/module-8-merging-and-acquisitions-and-corporate-restructuring/>

<https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html>

<https://www.skadden.com/insights/publications/2023/12/2024-insights/corporate-trends/global-ma-activity>

<https://www.dfinsolutions.com/knowledge-hub/thought-leadership/knowledge-resources/m-and-a-industry-trends#:~:text=In%20the%20first%20quarter%20of,the%20first%20time%20since%202013>

<https://www.milanofinanza.it/news/nel-2024-tornera-la-febbre-da-m-a-ecco-i-prossimi-target-da-takeover-anche-a-piazza-affari-le-202312291811398379>

<https://www.milanofinanza.it/news/nel-2024-tornera-la-febbre-da-m-a-ecco-i-prossimi-target-da-takeover-anche-a-piazza-affari-le-202312291811398379>

<https://www.industriaitaliana.it/ma-industriale-pwc-industria-middle-market-pmi/>

<https://www.statista.com/>

<https://www.pfizer.com/>

<https://www.perrigo.com/>

<https://www.annualreports.com/>