



Cattedra

RELATORE

CORRELATORE

CANDIDATO

Anno Accademico

INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni, le operazioni straordinarie di fusione e acquisizione (M&A) hanno assunto un ruolo sempre più rilevante nei processi di crescita e trasformazione delle imprese, rappresentando una leva strategica per il consolidamento competitivo in mercati globalizzati e altamente dinamici. In particolare, il settore dei media è stato interessato da una profonda ristrutturazione, spinta da innovazioni tecnologiche, dalla diffusione delle piattaforme digitali e dalla progressiva convergenza tra contenuti, distribuzione e tecnologia.

L'evoluzione del comportamento dei consumatori, sempre più orientati verso modelli di fruizione on demand, e la crescente pressione concorrenziale tra i principali attori dello streaming hanno generato una corsa all'acquisizione di contenuti, diritti e piattaforme distributive, rendendo le M&A un passaggio quasi obbligato per chi intende restare competitivo. In questo scenario, il caso della fusione tra WarnerMedia e Discovery Inc., che ha dato origine nel 2022 a Warner Bros. Discovery, si presenta come uno degli esempi più significativi e complessi di operazione straordinaria recente.

La presente tesi si propone di analizzare le operazioni di M&A con un focus specifico sul settore dei media, attraverso una duplice prospettiva: da un lato, fornendo un inquadramento teorico, normativo e valutativo delle operazioni straordinarie, dall'altro, approfondendo il caso Warner Bros. Discovery come modello emblematico di integrazione strategica. L'obiettivo è comprendere le logiche sottostanti all'operazione, i meccanismi di creazione del valore, le criticità emerse nella fase post-fusione e le prospettive di lungo termine.

La struttura del lavoro si articola in tre capitoli. Il primo capitolo è dedicato alla definizione delle operazioni straordinarie, alle loro motivazioni economiche, alla disciplina giuridico-fiscale e agli strumenti di valutazione d'impresa. Il secondo capitolo analizza le caratteristiche strutturali del settore media, con particolare attenzione alle dinamiche competitive, alla rivoluzione dello streaming e all'impatto della digitalizzazione sui modelli di business. Il terzo capitolo costituisce l'analisi del caso di studio, ricostruendo le fasi dell'operazione tra WarnerMedia e Discovery, esaminandone la struttura societaria, gli obiettivi strategici, le sinergie attese, i risultati economico-finanziari e le implicazioni industriali.

Attraverso un approccio multidisciplinare e comparativo, la tesi intende offrire uno spunto di riflessione sull'efficacia delle M&A come strumento di riorganizzazione e crescita nel settore media, individuando i fattori critici di successo e i principali rischi associati a operazioni di tale portata.

INDICE

Sommario

CAPITOLO 1.....	5
<i>Le Operazioni di M&A: Definizioni, Caratteristiche e Contesto di Mercato</i>	5
1.1 Le operazioni straordinarie: fusione e acquisizione.....	5
1.1.1 Definizione e differenze tra merger e acquisition.....	6
1.1.2 Forme giuridiche delle fusioni e acquisizioni.....	9
1.2 Motivazioni strategiche dietro le operazioni di M&A	11
1.2.1 Sinergie operative e finanziarie	14
1.2.2 Ristrutturazioni e consolidamento di mercato	16
1.3 Aspetti contabili, fiscali e normativi nelle M&A	19
1.4 Il mercato globale delle M&A	22
1.4.1 Evoluzione delle operazioni di M&A in diversi settori	25
CAPITOLO 2.....	29
<i>Le Operazioni di M&A nel Settore dei Media e Intrattenimento</i>	29
2.1 Evoluzione del settore media: digitalizzazione e rivoluzione dello streaming..	29
2.2 Dinamiche competitive nel mercato globale dei media	32
2.2.1 Concentrarsi per sopravvivere: consolidamento e oligopoli	34
2.2.2 La competizione con i nuovi entranti: le piattaforme streaming	35
2.3 Le motivazioni dietro le operazioni di M&A nel settore media.....	37
2.3.1 Sinergie di contenuto: dalla produzione alla distribuzione.....	39
2.3.2 Necessità di economie di scala e riduzione dei costi	40
2.4 Analisi del mercato M&A nel settore media: principali operazioni degli ultimi anni.....	42
2.4.1 La fusione WarnerMedia-Discovery: una nuova sfida per il mercato dello streaming.....	46
2.5 Impatti delle M&A sul settore media: sfide, opportunità e tendenze future.....	47
CAPITOLO 3.....	51
<i>Il Caso Warner Bros.Discovery.....</i>	51
3.1 Contesto strategico: Discovery Inc. e WarnerMedia prima della fusione	51
3.1.1 Discovery Inc.: il leader del factual entertainment	53
Introduzione e Profilo Generale	53

Il Lancio di <i>discovery+</i>	54
Risultati Finanziari nel 2021	54
3.1.2 WarnerMedia: un gigante dei contenuti premium	56
3.2 La fusione Discovery-WarnerMedia: struttura dell'operazione	58
3.2.1 Spin-off, acquisizione e fusione inversa: la combinazione delle parti	63
3.2.2 Valutazione dell'operazione: metodi applicati e sinergie attese.....	66
3.3 Impatti strategici e finanziari della fusione	69
3.3.1 La nascita di Warner Bros. Discovery: nuovi obiettivi e criticità.....	71
3.3.2 Sfide competitive nel mercato dello streaming globale	73
3.4 Risultati e considerazioni: il caso Warner Bros. Discovery come modello di M&A	76
CONCLUSIONI	79
Sintesi dei risultati della ricerca	79
Prospettive future per le operazioni straordinarie nel settore media	81
BIBLIOGRAFIA	83

CAPITOLO 1

Le Operazioni di M&A: Definizioni, Caratteristiche e Contesto di Mercato

1.1 Le operazioni straordinarie: fusione e acquisizione

Le operazioni straordinarie rappresentano strumenti strategici attraverso cui le imprese possono crescere, riorganizzarsi o migliorare la loro posizione competitiva sul mercato. Tra queste, la fusione e l'acquisizione (M&A, Mergers & Acquisitions) sono le più comuni e impattano profondamente sulla struttura e sul funzionamento delle aziende coinvolte.¹

Sebbene spesso trattate come sinonimi, si tratta di due operazioni distinte. La fusione implica l'unione di due o più aziende di dimensioni simili, formando una nuova e unica entità o una holding, mentre l'acquisizione è il processo attraverso cui una (acquirente o bidder) rileva il capitale sociale o le attività esistenti di un'altra società più piccola (acquisita o target).²

Un elemento centrale in questo tipo di operazioni è il trasferimento della proprietà e del controllo della società acquisita, che si realizza nel momento in cui l'acquirente ottiene, attraverso l'acquisto di azioni o di asset, una partecipazione tale da conferirgli il controllo dell'impresa target.

La fusione è il processo attraverso il quale due o più società si uniscono per formarne una nuova o per incorporarne una in un'altra già esistente. Questo può avvenire per diversi motivi: ottenere economie di scala, diversificare l'offerta di prodotti o servizi, o rafforzare la presenza in un determinato mercato. La fusione può essere orizzontale, quando avviene tra aziende dello stesso settore, verticale, se riguarda imprese appartenenti a fasi diverse

¹ Piesse, J., Lee, C. F., Lin, L., & Kuo, H. C. (2022). Merger and acquisition: Definitions, motives, and market responses. In *Encyclopaedia of finance* (pp. 877-894). Cham: Springer International Publishing.

² Corporate Finance Institute. (2023). *Mergers & acquisitions (M&A)*. Corporate Finance Institute.

della stessa filiera produttiva, o conglomerata, quando coinvolge società operanti in settori completamente diversi.

L'acquisizione, invece, si verifica quando un'azienda ne compra un'altra, ottenendone il controllo totale o parziale. A seconda delle modalità con cui avviene, può

essere amichevole, se concordata tra le parti, o ostile, quando il consiglio di amministrazione della società acquisita si oppone all'operazione. Le acquisizioni possono essere una strategia efficace per entrare rapidamente in nuovi mercati, accedere a nuove tecnologie o rafforzare il vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti.

Entrambe queste operazioni possono generare sinergie positive, ma presentano anche rischi significativi, tra cui difficoltà di integrazione, resistenze culturali e possibili problematiche finanziarie. Per questo motivo, una valutazione attenta e una gestione strategica sono fondamentali per garantirne il successo.

1.1.1 Definizione e differenze tra merger e acquisition

Le operazioni di acquisizione rappresentano transazioni economiche attraverso le quali la proprietà di un'azienda o di una sua parte organizzata (ramo d'azienda) viene trasferita da un soggetto (cedente) ad un altro (cessionario), in cambio di un corrispettivo stabilito di comune accordo. Si tratta, in sostanza, di un contratto di compravendita che interessa l'azienda come complesso organizzato e non semplicemente come insieme di beni isolati. A tale proposito è fondamentale distinguere la cessione dell'intera azienda, che comporta la completa uscita del cedente dal business, dalla cessione di un ramo aziendale, nella quale il cedente mantiene la proprietà e la gestione delle attività residue.

È importante evitare confusione tra la cessione d'azienda e la vendita di singoli beni aziendali: questi ultimi non configurano un trasferimento d'azienda quando non possiedono autonomia organizzativa e non compromettono la capacità dell'azienda stessa di operare indipendentemente.

Le acquisizioni (acquisitions) possono essere classificate in diverse tipologie, sulla base delle strategie perseguite dall'impresa acquirente:

- L'acquisizione orizzontale riguarda l'integrazione tra aziende operanti nello stesso settore o segmento di mercato. Il principale obiettivo di tale operazione è la crescita dimensionale, che permette di realizzare economie di scala grazie all'incremento dei volumi prodotti e alla riduzione dei costi unitari. Inoltre, consente di rafforzare la posizione competitiva sul mercato, estendere la gamma di prodotti e servizi offerti e ampliare la presenza geografica. Tuttavia, le acquisizioni orizzontali possono generare criticità legate all'aumento della complessità organizzativa, amministrativa e gestionale dell'azienda, con conseguente necessità di maggiori controlli e procedure burocratiche.
- L'acquisizione verticale consiste nel controllo delle attività posizionate a monte (fornitori di materie prime) o a valle (distribuzione e vendita) del ciclo produttivo aziendale. Questa operazione permette all'azienda di esercitare un controllo più stretto sulla filiera produttiva, riducendo la dipendenza da terzi, abbattendo costi esterni e assicurandosi un coordinamento più efficace dei processi produttivi e distributivi. Non mancano, tuttavia, svantaggi come l'aumento dei costi fissi, la perdita di flessibilità organizzativa e una potenziale riduzione nella specializzazione, che potrebbe influire negativamente sulla competitività dell'azienda.
- Infine, l'acquisizione conglomerale avviene quando un'impresa acquisisce aziende appartenenti a settori completamente diversi dal proprio core business. Lo scopo prevalente di questa tipologia di acquisizione è la diversificazione, con conseguente riduzione del rischio aziendale, grazie alla possibilità di distribuire l'attività su mercati differenti. Nonostante ciò, questo tipo di acquisizione comporta elevati rischi gestionali, data la poca conoscenza del settore acquisito, bilanciati però dal vantaggio della riduzione complessiva del rischio di mercato.³

³ Fiori, G., & Tiscini, R. (2020). *Economia aziendale*. Egea.

La fusione (merger), invece, consiste nell'integrazione di due o più società che si fondono dando vita ad un'unica realtà giuridica ed economica. Tale operazione può avvenire in due modalità principali, distinte dal Codice civile all'articolo 2501:

Fusione per incorporazione o fusione per assorbimento: una società già esistente incorpora (società incorporante) una o più società che, così facendo, finiscono per perdere la loro individualità (società incorporate). Le società incorporate smettono di esistere, la società incorporante continua la propria attività con un attivo e passivo che possono risultare più o meno aumentati a seconda delle società incorporate.

Tra i due casi presentati il più frequente è quello della fusione per incorporazione. Le ragioni che rendono preferibile la scelta della fusione per incorporazione risiedono principalmente nella sua maggiore efficienza sotto il profilo fiscale, nella semplicità procedurale che la caratterizza rispetto ad altre forme di aggregazione, nonché nella possibilità di proseguire l'attività d'impresa sfruttando la struttura organizzativa e il posizionamento già consolidato sul mercato da parte della società incorporante.

All'interno di questa tipologia, si distingue tra fusione diretta, nel caso in cui sia la società controllante a incorporare la controllata, e fusione inversa, qualora, al contrario, sia la società controllata ad assorbire la controllante.⁴

La fusione implica una significativa riorganizzazione patrimoniale, finanziaria e societaria, con l'obiettivo di generare un valore complessivo superiore a quello che le singole aziende avrebbero potuto raggiungere autonomamente. In tale contesto emerge il concetto di differenze da fusione, dovute al differenziale tra i valori contabili delle partecipazioni societarie e i valori attribuiti nel processo di fusione. Tali differenze possono essere positive (disavanzo) o negative (avanzo) e derivano generalmente da divergenze tra i valori contabili e i valori di mercato delle società coinvolte.

In operazioni di fusione per incorporazione, la differenza da annullamento emerge nel caso in cui la società incorporante possieda una partecipazione nell'incorporata, mentre la differenza da concambio si verifica quando le partecipazioni nell'incorporata non sono

⁴ Campobasso, G. F., & Campobasso, M. (1993). *Diritto commerciale*. Utet.

possedute integralmente dalla società incorporante. Nella fusione per unione si genera esclusivamente la differenza da concambio, che dipende dai criteri di valutazione adottati nel determinare il rapporto di scambio tra le azioni delle società coinvolte.

Il rapporto di concambio, fondamentale per l'equilibrio economico dell'operazione, dipende da molteplici fattori, tra cui i valori economici delle società coinvolte, il capitale sociale, i valori nominali delle azioni, i prezzi di mercato delle aziende quotate e considerazioni strategiche ed extra-finanziarie. Inoltre, il processo di fusione può essere influenzato da fattori non esclusivamente economici, quali considerazioni normative, opportunità fiscali, scelte strategiche a lungo termine, o la necessità di affrontare sfide competitive globali, rispondendo a mutamenti nelle condizioni di mercato, nella regolamentazione o nelle preferenze dei consumatori.⁵

1.1.2 Forme giuridiche delle fusioni e acquisizioni

Le fusioni e acquisizioni dal punto di vista giuridico rappresentano operazioni complesse, disciplinate da precise normative che ne regolano la procedura, i requisiti e gli effetti giuridici sulle imprese coinvolte. Tali operazioni non avvengono mai in modo casuale o improvvisato, ma devono essere condotte nel rispetto delle specifiche disposizioni del Codice civile e della normativa societaria, che delineano chiaramente le forme giuridiche e le modalità operative attraverso cui possono essere realizzate.

Nella pratica aziendale, la fusione può assumere essenzialmente due forme giuridiche principali: la fusione per incorporazione e la fusione per unione (o fusione pura).

- La fusione per incorporazione rappresenta la modalità più diffusa nella prassi operativa ed avviene quando una società già esistente (incorporante) assorbe una

⁵ Potito, L. (2016). *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. Torino: Giappichelli Editore.

o più società (incorporate). In questo caso, le società incorporate cessano definitivamente di esistere sul piano giuridico, mentre la società incorporante continua la sua attività assumendo contemporaneamente tutti i diritti e gli obblighi patrimoniali e contrattuali delle società assorbite. Tale fusione comporta inevitabilmente modifiche all'atto costitutivo e allo statuto dell'azienda incorporante, al fine di rispecchiare i cambiamenti societari intervenuti, quali ad esempio l'aumento del capitale sociale e la ridefinizione della governance interna.

- La fusione per unione, invece, riguarda il caso in cui due o più imprese decidano di unirsi creando una nuova società, che rappresenta una realtà completamente distinta dalle imprese precedenti. In questa operazione, tutte le società originarie cessano di esistere e confluiscono nella nuova entità che acquisisce integralmente diritti, obblighi e patrimonio delle società preesistenti. Questa soluzione è adottata solitamente quando le imprese coinvolte hanno dimensioni e rilevanza strategica simili e scelgono una nuova denominazione, struttura organizzativa e assetto societario, esprimendo la volontà di dare vita a una realtà completamente nuova e autonoma.⁶

Per quanto riguarda le acquisizioni, invece, la struttura giuridica assume forme differenti, in relazione alle modalità con cui si realizza il trasferimento del controllo societario:

- L'acquisizione mediante compravendita di azioni o quote rappresenta il metodo più frequente nella prassi, tramite cui la società acquirente ottiene il controllo diretto della società target acquisendone il capitale sociale. Tale modalità è preferita per la sua semplicità procedurale e operativa: l'acquirente acquisisce le quote o azioni direttamente dagli azionisti della società target, con un conseguente cambio nella compagine sociale, che tuttavia lascia invariata la struttura giuridica della società acquisita.
- Un'altra modalità è rappresentata dall'acquisizione mediante compravendita di assets, nota anche come acquisizione per cessione d'azienda o di ramo d'azienda. In questo caso, l'impresa acquirente non compra direttamente le azioni della società target, bensì specifici beni materiali e immateriali (impianti produttivi,

⁶ Perotta, R., & Bertoli, L. (2015). *Le operazioni straordinarie: conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione*. Giuffrè.

marchi, brevetti, contratti commerciali). Questa tipologia consente all'impresa acquirente di selezionare con precisione gli assets che desidera acquisire, lasciando fuori eventuali obblighi finanziari o debiti indesiderati che restano in capo alla società venditrice.

- Infine, vi è l'offerta pubblica di acquisto (OPA), che costituisce una procedura più complessa e regolamentata, attraverso cui l'azienda acquirente lancia un'offerta pubblica rivolta agli azionisti della società target, al fine di ottenere una quota rilevante o totalitaria del capitale sociale. Tale operazione può avvenire in forma amichevole, cioè concordata con il management della società acquisita, oppure ostile, qualora la società target opponga resistenza o cerchi di impedire la cessione del controllo societario.

La scelta della forma giuridica più appropriata dipende dalle specifiche esigenze strategiche delle imprese coinvolte, dagli obiettivi perseguiti, dalle caratteristiche delle aziende interessate, nonché dalle implicazioni fiscali, amministrative e finanziarie. Di conseguenza, è fondamentale che ciascuna operazione venga valutata attentamente da professionisti qualificati (avvocati, consulenti strategici, esperti finanziari), affinché le decisioni assunte rispettino il quadro normativo vigente, mitigando al massimo i rischi derivanti da scelte affrettate o non adeguatamente ponderate.

1.2 Motivazioni strategiche dietro le operazioni di M&A

Le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) hanno come obiettivo principale la creazione di valore per l'impresa, sebbene tale finalità possa essere perseguita anche mediante altri strumenti, come le riorganizzazioni interne. Tuttavia, rispetto a queste ultime, le operazioni di M&A permettono di conseguire risultati in tempi decisamente più rapidi.

Le motivazioni strategiche che inducono un'impresa ad intraprendere operazioni di fusione e acquisizione possono derivare sia da fattori esterni sia da fattori interni.

Tra i fattori esterni più rilevanti vi è sicuramente l'innovazione tecnologica, che implica una veloce obsolescenza delle tecnologie esistenti e stimola la necessità di adottare nuove soluzioni avanzate, come ad esempio l'intelligenza artificiale. Ulteriori elementi esterni sono rappresentati dalle trasformazioni culturali che influenzano la domanda, la globalizzazione che favorisce i processi di internazionalizzazione, l'introduzione di nuove normative a livello nazionale o comunitario che influenzano i comportamenti dei consumatori e gli equilibri politici che possono indurre cambiamenti come la delocalizzazione delle imprese o la migrazione della forza lavoro per ragioni fiscali.

Per quanto riguarda i fattori interni, essi derivano direttamente dalle dinamiche e dalle caratteristiche specifiche dell'azienda. Rientrano in questa categoria le tensioni organizzative interne, come i conflitti tra il management e i dipendenti o tra diversi reparti aziendali, le problematiche legate ai rapporti con i fornitori e alle aspettative della clientela.

La finalità di creare valore attraverso le operazioni di M&A può essere declinata in diversi obiettivi strategici. Uno degli obiettivi più comuni è la crescita dimensionale, che consente di sfruttare economie di scala, ridurre i costi unitari di produzione e incrementare l'efficienza complessiva dell'azienda. Ciò porta a un miglioramento della posizione competitiva e a una maggiore capacità di sostenere la concorrenza, specialmente in settori caratterizzati da elevata elasticità della domanda.⁷

La ricerca di maggiore efficienza può avvenire tramite diverse forme di concentrazione:

- Concentrazione orizzontale correlata, mediante acquisizione o fusione con imprese che operano nello stesso ambito tecnologico o di mercato;
- Concentrazione conglomerata, mediante acquisizione di aziende operanti in settori differenti e non direttamente correlati;
- Concentrazione verticale, ovvero l'integrazione di attività complementari all'interno del ciclo produttivo, come l'assorbimento di fornitori o clienti strategici. Quest'ultima permette di migliorare il controllo della filiera e acquisire

⁷ Piesse, J., Lee, C. F., Lin, L., & Kuo, H. C. (2022). Merger and acquisition: Definitions, motives, and market responses. Cham: Springer International Publishing.

parte dei margini precedentemente ceduti a terzi, anche se comporta rischi quali l'aumento dei costi fissi e minore flessibilità operativa.

Un'altra motivazione strategica è rappresentata dall'acquisizione di tecnologie innovative e know-how specialistico, permettendo così all'impresa acquirente di accedere rapidamente a nuovi mercati o segmenti senza dover sostenere direttamente i costi e i rischi legati alla ricerca e sviluppo.

Talvolta, l'acquisizione è motivata dall'esigenza di assicurarsi risorse strategiche difficilmente reperibili sul mercato, in particolare personale altamente qualificato o dirigenziale. Inversamente, alcune acquisizioni sono spinte dalla convinzione del management dell'azienda acquirente di poter incrementare significativamente la performance dell'azienda target, sostituendone integralmente la struttura dirigenziale.

La diversificazione delle attività, sia geografica sia merceologica, è un altro obiettivo rilevante, perché consente di mitigare il rischio d'impresa distribuendolo su diverse linee di business o su un più ampio ambito territoriale.

In molti casi, le operazioni di M&A rispondono all'esigenza di esercitare un maggiore controllo sul mercato, acquisendo direttamente concorrenti al fine di ridurre la pressione competitiva. Tali operazioni sono generalmente a basso rischio, poiché l'azienda acquisita è ben nota all'acquirente. Alcuni analisti ritengono che tale concentrazione riduca la concorrenza e penalizzi i consumatori, mentre altri sostengono che possa aumentare l'efficienza generale e ridurre i prezzi.

Vi sono anche motivazioni finanziarie, come l'impiego di risorse liquide in eccesso in investimenti ad alto rendimento, oppure motivazioni legate alla ricerca di economie di scopo attraverso l'utilizzo congiunto di risorse produttive.

Infine, non mancano casi in cui le operazioni M&A sono influenzate da interessi personali del management, come il desiderio di aumentare rapidamente le dimensioni aziendali al fine di ottenere maggior prestigio e vantaggi personali, oppure per evitare di diventare obiettivo di acquisizione.

Un'ulteriore motivazione, non meno importante, è rappresentata da ragioni fiscali. In passato, le fusioni venivano spesso realizzate con lo scopo di utilizzare le perdite fiscali di aziende in crisi per ridurre il carico fiscale complessivo. Tuttavia, recenti normative hanno limitato tale pratica, consentendo il riporto delle perdite esclusivamente quando vi è una reale motivazione economica e imprenditoriale dietro l'operazione.

In definitiva, le operazioni di fusione e acquisizione sono quasi sempre motivate da una combinazione complessa di obiettivi economici, strategici, personali e fiscali, la cui attenta analisi è fondamentale per comprendere le ragioni che ne determinano la realizzazione.

1.2.1 Sinergie operative e finanziarie

Nel contesto delle operazioni di fusione e acquisizione, il concetto di sinergia assume un ruolo centrale nella valutazione del potenziale incremento di valore generato dall'integrazione tra due imprese. Si parla di sinergia quando il valore risultante dall'unione di due entità economiche risulta superiore alla somma dei valori delle singole imprese considerate separatamente, secondo la seguente espressione:

$$V(AB) > V(A) + V(B)$$

Questo surplus di valore non è automaticamente garantito da ogni operazione straordinaria, ma si concretizza soltanto quando vi è un'effettiva complementarità tra le imprese coinvolte, tale da consentire il raggiungimento di risultati che non sarebbero stati ottenibili in maniera autonoma. Le sinergie possono essere classificate, in base alla loro natura, in due principali categorie: sinergie operative e finanziarie.

Le sinergie operative si manifestano principalmente attraverso la riduzione dei costi e l'incremento dell'efficienza gestionale. Tra queste, le economie di scala⁸ rappresentano

⁸ Scognamiglio Pasini C. (2016). *Economia industriale. Economia dei mercati imperfetti*, op. cit., pp. 117-124

un aspetto particolarmente rilevante, poiché consentono una diminuzione del costo unitario all'aumentare della produzione o delle vendite, fenomeno particolarmente evidente nei processi di integrazione orizzontale. A queste si affiancano le economie di scopo, ovvero quei risparmi derivanti dalla produzione congiunta di beni o servizi diversi impiegando risorse comuni, come ad esempio impianti produttivi condivisi, know-how interno, oppure sistemi gestionali integrati. Ulteriormente, le economie di apprendimento svolgono un ruolo determinante in alcuni settori: l'esperienza accumulata nel tempo si traduce in una maggiore efficienza operativa, grazie a una specializzazione crescente del personale, all'eliminazione di duplicazioni nelle attività e alla razionalizzazione dei processi. Anche la riduzione dei costi di transazione, particolarmente visibile nelle fusioni verticali, rappresenta una forma di sinergia operativa, poiché consente di internalizzare attività che altrimenti sarebbero state esternalizzate, con conseguenti risparmi in termini economici e temporali.

Le sinergie finanziarie si riferiscono ai benefici che emergono dal punto di vista economico-finanziario e fiscale. In primo luogo, si può osservare una riduzione del costo medio ponderato del capitale (WACC), in quanto l'impresa risultante da una fusione può beneficiare di una maggiore solidità patrimoniale, migliorando il proprio profilo di rischio e, conseguentemente, ottenendo condizioni di finanziamento più favorevoli. Questa dinamica è particolarmente vantaggiosa per le imprese con debolezze strutturali, che possono così accedere a nuove risorse finanziarie a costi inferiori grazie all'operazione di integrazione. In secondo luogo, l'impiego della liquidità in eccesso per finanziare un'acquisizione può rappresentare una modalità efficiente di allocazione del capitale, contribuendo a migliorarne il rendimento complessivo. Un ulteriore beneficio risiede nella possibilità di diversificare il rischio creditizio, attraverso la presenza su mercati diversi sia per quanto riguarda la raccolta che per gli impieghi. Sotto il profilo fiscale, infine, possono emergere vantaggi legati alla possibilità di compensare utili futuri con le perdite pregresse della società acquisita, oppure alla possibilità di rivalutare i beni strumentali, generando ammortamenti più elevati e conseguenti risparmi fiscali negli esercizi successivi.

È opportuno evidenziare, infine, che le sinergie non si limitano esclusivamente agli asset tangibili. Sempre più frequentemente, infatti, un ruolo di primaria importanza è assunto

dalle risorse intangibili, il cui valore può essere notevolmente potenziato attraverso adeguati processi di coordinamento e integrazione tra le imprese coinvolte.

Le principali componenti delle risorse immateriali includono il capitale umano, inteso come l'insieme delle conoscenze, competenze, esperienze e motivazioni possedute dal personale, non solo dai dirigenti ma anche dai collaboratori a tutti i livelli aziendali; il capitale relazionale, che si concretizza nelle relazioni attive con tutti gli stakeholder – clienti, fornitori, partner strategici, centri di ricerca e sviluppo – e nei network in cui l'impresa è inserita; e infine il capitale organizzativo, che comprende l'insieme di procedure, documentazione, sistemi informativi, cultura aziendale e strategie consolidate all'interno dell'organizzazione.

Quando queste risorse intangibili vengono valorizzate e combinate efficacemente, possono generare ulteriori asset immateriali, come l'innovazione, la reputazione aziendale, una maggiore capacità comunicativa e una crescita della conoscenza complessiva. Questo processo virtuoso si traduce in un concreto valore aggiunto per l'impresa, rappresentando un elemento cruciale per il raggiungimento di un vantaggio competitivo sostenibile nel lungo periodo.

1.2.2 Ristrutturazioni e consolidamento di mercato

Nell'ambito delle operazioni straordinarie, le fusioni e le acquisizioni non rispondono più solo all'obiettivo di stabilire sinergie operative e finanziarie. Sono sempre più spesso strumenti attraverso i quali le aziende attuano vere e proprie strategie di ristrutturazione e consolidamento della propria posizione competitiva. In contesti economici caratterizzati da crescente incertezza, accelerazione dei cambiamenti tecnologici e pressione competitiva, il ricorso ad attività di integrazione consente alle aziende non solo di sopravvivere, ma anche di ripensare profondamente i propri modelli di business.

Uno degli obiettivi più importanti perseguiti attraverso i processi di ristrutturazione è il raggiungimento di una massa critica sufficiente per poter competere a livello nazionale e

internazionale. È vero che le dimensioni di un'azienda sono direttamente collegate alla sua capacità di finanziare gli investimenti, raccogliere capitali, assumere talenti e gestire i costi legati all'innovazione. Ma ciò avviene in una prospettiva che prevede l'integrazione di altri operatori per ottenere un vantaggio di scala che, nella maggior parte dei settori, sarà una condizione di sopravvivenza a medio-lungo termine.

Parallelamente, queste operazioni sono vantaggiose per la crescita del mercato, che può avvenire sia attraverso l'acquisizione di concorrenti diretti (politiche di concentrazione orizzontale) sia attraverso la penetrazione in segmenti complementari o in nuovi territori geografici (politiche di diversificazione produttiva e geografica). Tutta questa crescita non avviene solo attraverso l'aumento del volume d'affari, ma anche attraverso l'aumento del potere contrattuale nei confronti di attori importanti, tra cui clienti, fornitori, distributori e persino banche.

La concentrazione del mercato, inoltre, è di solito invariabilmente accompagnata da una razionalizzazione della struttura organizzativa e produttiva. Una volta fuse, le aziende sono incoraggiate a integrare le rispettive organizzazioni operative, eliminando le ridondanze, unificando le funzioni centrali e riallocando le risorse in modo più efficiente. Questa procedura, solitamente intricata e delicata, in alcuni casi può comprendere l'eliminazione di unità produttive duplicate, l'unificazione dei processi decisionali o il riassorbimento delle catene logistiche. Ma se gestita con una visione a lungo termine, può rivelarsi un'opportunità per rilanciare l'azienda su basi più sane, integrate e sostenibili.

Una caratteristica particolare delle operazioni di consolidamento è la capacità di ridurre la frammentazione del mercato. Nei settori in cui sono presenti numerosi operatori di piccole o medie dimensioni, con limitata influenza sugli investimenti e margini di azione estremamente ridotti, le operazioni di fusione consentono la formazione di soggetti più strutturati, in grado di competere a livello globale e di definire tempi e standard tecnologici. Questa tendenza si evidenzia, ad esempio, nel settore bancario, dove la necessità di aumentare la capitalizzazione, migliorare la redditività e garantire la stabilità sistemica ha reso necessario un consolidamento sempre più progressivo degli operatori.

Inoltre, nella maggior parte dei casi, la ristrutturazione avviene a causa di profondi cambiamenti nel contesto competitivo, ad esempio lo sviluppo di nuovi modelli digitali,

la transizione energetica o l'evoluzione normativa. Le aziende hanno quindi bisogno di trasformarsi, allineandosi ai nuovi paradigmi e rinnovando il proprio core business. L'integrazione con altri mondi può essere, in questo modo, un mezzo privilegiato per acquisire rapidamente le capacità, le tecnologie o i canali di distribuzione necessari per affrontare la nuova fase.

Un altro beneficio che si può ottenere attraverso queste operazioni riguarda la possibilità di acquisire risorse complementari, cioè risorse che, pur non essendo disponibili internamente, sono strategiche per aumentare la competitività. Queste risorse possono essere di vario tipo: know-how tecnologico, capitale umano altamente qualificato, marchi, piattaforme digitali, infrastrutture logistiche o accesso a mercati altrimenti difficilmente raggiungibili.

Infine, non si può ignorare il ruolo che queste attività svolgono nella diffusione del rischio imprenditoriale. Un'impresa specializzata in un settore o in un mercato è maggiormente esposta alle forze esterne (tendenze cicliche, cambiamenti normativi, tensioni geopolitiche). La combinazione con altri operatori livella tali rischi, distribuendoli su un insieme di operazioni più ampio e diversificato.

In sintesi, le operazioni di M&A sono uno strumento per attuare processi di ristrutturazione e consolidamento del mercato, che non si limitano all'espansione dimensionale, ma comportano una profonda trasformazione delle razionalità organizzative, produttive e strategiche dell'azienda. Tali operazioni, se condotte con una chiara visione e ben supportate da analisi di sostenibilità economica e culturale, possono produrre un vantaggio competitivo sostenibile, rafforzando l'azienda per renderla più solida e adattabile ad affrontare le sfide del mercato globale.

1.3 Aspetti contabili, fiscali e normativi nelle M&A

Le operazioni di fusione e acquisizione, o M&A (Mergers and Acquisitions), rappresentano strumenti complessi e strategicamente rilevanti attraverso i quali le imprese perseguono obiettivi di crescita, riorganizzazione o rafforzamento competitivo. Pur essendo caratterizzate da implicazioni economiche e strategiche, queste operazioni devono necessariamente essere affrontate con un approccio attento e diligente nei confronti di una serie di aspetti contabili, fiscali e normativi.

Tali dimensioni non sono solo implicazioni “tecniche” di secondo ordine, ma sono centrali nella strutturazione e nell’esecuzione della transazione. Infatti, una fusione o un’acquisizione mal progettata dal punto di vista contabile, o con implicazioni fiscali non correttamente valutate, può avere un impatto negativo sostanziale, minacciando gli stessi obiettivi strategici che guidano la transazione.

Sotto il profilo contabile, la fusione richiede il consolidamento di due diverse attività in un unico bilancio economico e finanziario. In particolare, sulla base del principio contabile nazionale OIC 4, si rende necessaria la determinazione di uno stato patrimoniale corrente che rappresenti al meglio la situazione economica e finanziaria delle imprese partecipanti alla fusione. A queste si succedono poi una serie di registrazioni contabili e di calcoli che portano ad arrivare all’importo noto come “disavanzo” o “avanzo da annullamento”, a seconda di come si misura la proporzione tra il valore contabile della partecipazione e il patrimonio netto dell’impresa risultante dalla fusione. Queste differenze, che emergono dal confronto tra il valore contabile e quello di mercato, vengono poi imputate ad avviamento, rivalutazioni di attività, riserve o accantonamenti per spese future.

Nel dettaglio, si distinguono due principali categorie di differenze di fusione:

- Le differenze da annullamento, che si verificano quando l’incorporante detiene partecipazioni nella società incorporata. Se il valore contabile della partecipazione è superiore al patrimonio netto trasferito, si genera un disavanzo da annullamento;

se inferiore, si genera un avanzo da annullamento. Tali differenze possono essere imputate, rispettivamente, ad avviamento, a riserve o a fondi per oneri futuri.

- Le differenze da concambio, che derivano dal confronto tra l'aumento di capitale sociale effettuato a favore dei soci della società incorporata e il patrimonio netto di quest'ultima. Anche in questo caso, se il capitale emesso supera il patrimonio netto si ha un disavanzo, altrimenti un avanzo.⁹

È inoltre necessario redigere un bilancio di chiusura delle società incorporate e un bilancio di apertura della società risultante dalla fusione, nel rispetto dei criteri previsti dall'articolo 2504-bis del Codice civile. Il bilancio di apertura deve riflettere le attività e passività acquisite ai valori contabili alla data di efficacia della fusione, salvo retrodatazioni autorizzate.

In caso di acquisizioni, le scritture contabili sono diverse a seconda della modalità dell'operazione: l'acquisizione di una partecipazione, di un ramo d'azienda o dell'intera società genera effetti distinti. In particolare, nel caso di controllo da parte di una società di un'altra società, è necessario redigere un bilancio consolidato. In questo caso, si applica il metodo dell'acquisizione, in base al quale le attività nette della società target sono iscritte al valore equo. L'eventuale importo eccedente il prezzo di acquisto viene considerato come avviamento e ha importanti implicazioni in termini di ammortamento (secondo i principi locali) o di svalutazione (secondo i principi IFRS).

In riferimento ai principi contabili internazionali, l'IFRS 3 disciplina le aggregazioni aziendali, definite come operazioni in cui un soggetto acquisisce il controllo di un'attività aziendale. Questo principio richiede che tutte le attività acquisite e le passività assunte siano iscritte al loro fair value alla data di acquisizione. L'eventuale avviamento generato, calcolato come differenza tra il corrispettivo trasferito e il valore netto degli elementi acquisiti, non è più ammortizzabile ma deve essere sottoposto a impairment test. Il principio vieta l'uso del metodo del pooling of interests, introducendo l'obbligo di utilizzare esclusivamente il metodo dell'acquisizione (acquisition method).

⁹ Perotta, R., & Bertoli, L. (2015). *Le operazioni straordinarie: conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione*. Giuffrè.

Anche la componente fiscale della transazione è decisiva. L'articolo 172 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi (TUIR) disciplina il regime delle fusioni e formula il principio generale della neutralità fiscale: il trasferimento di attività non è di per sé fonte di plusvalenze o minusvalenze. Il principio, tuttavia, prevede numerose eccezioni e condizioni. Ad esempio, lo sgravio per il riporto delle perdite fiscali è consentito solo se la società incorporante supera determinati test di "vitalità" economica e patrimoniale, in modo che l'accordo non venga utilizzato dai contribuenti a fini di elusione fiscale. Inoltre, la possibilità di riserve in sospensione d'imposta implica la necessità di ricostituire nella società incorporante, pena l'immediata tassazione.

A livello fiscale, le differenze di fusione non rilevano nella determinazione del reddito imponibile: gli avanzi o disavanzi da concambio o da annullamento iscritti in bilancio sono neutralizzati fiscalmente. Tuttavia, il legislatore consente, tramite norme specifiche, l'affrancamento dei maggiori valori contabili. Ad esempio, la legge 244/2007 consente l'affrancamento dei maggiori valori relativi a immobilizzazioni e avviamento tramite pagamento di un'imposta sostitutiva con aliquote progressive. Un'altra misura prevista dal D.L. 185/2008 permette il riallineamento dei valori contabili a quelli fiscali mediante pagamento di un'imposta unica, estendibile anche a beni immateriali non tradizionali. Le fusioni possono anche prevedere un conguaglio in denaro in aggiunta allo scambio azionario: se tale conguaglio eccede determinati limiti, può generare plusvalenze imponibili per i soci. È quindi fondamentale valutare attentamente anche gli effetti fiscali sui soci delle società coinvolte.

Per quanto riguarda le acquisizioni, soprattutto quelle d'azienda o di rami d'azienda, rilevano i regimi fiscali applicabili alle cessioni: la deducibilità dell'avviamento, i valori fiscalmente riconosciuti dei beni acquisiti, l'imposta di registro e, in alcuni casi, anche le imposte indirette. Inoltre, una parte rilevante della disciplina fiscale riguarda i possibili profili di elusione o abuso del diritto: se l'operazione è attuata con l'unico scopo di ottenere vantaggi fiscali, l'Agenzia delle Entrate può disconoscere gli effetti dichiarati, riqualificando l'operazione e applicando una diversa imposizione.

Dal punto di vista normativo, le operazioni di M&A sono regolate dettagliatamente dal Codice civile. Gli articoli dal 2501 al 2504-bis disciplinano la procedura della fusione,

che prevede tappe ben definite: redazione del progetto di fusione, predisposizione della situazione patrimoniale, relazione degli amministratori e, se previsto, relazione di un esperto indipendente sulla congruità del rapporto di cambio. Seguono poi le delibere delle assemblee e la possibilità per i creditori di opporsi entro un termine stabilito. Solo al termine di questo iter l'operazione diventa efficace, con la registrazione presso il Registro delle Imprese.

Nel caso di acquisizione d'azienda, il Codice civile, agli articoli 2555 e seguenti, regola gli effetti giuridici del trasferimento. L'acquirente subentra nei rapporti contrattuali, nei debiti aziendali (con alcune limitazioni) e acquisisce l'avviamento. È prevista, salvo patto contrario, l'applicazione di un divieto di concorrenza per il venditore, a tutela del valore commerciale trasferito.

È evidente, quindi, che gli aspetti contabili, fiscali e normativi nelle operazioni di M&A non costituiscono elementi accessori, ma componenti essenziali dell'operazione stessa. La loro corretta valutazione e integrazione fin dalla fase di progettazione contribuisce a garantire non solo la validità formale e la sostenibilità giuridica dell'operazione, ma anche la sua efficacia economica nel lungo periodo. In un contesto imprenditoriale sempre più attento alla compliance, alla trasparenza e all'efficienza, la padronanza di questi profili rappresenta una competenza imprescindibile per tutti gli attori coinvolti nel processo.

1.4 Il mercato globale delle M&A

Le fusioni e acquisizioni (M&A) costituiscono una componente importante del mercato noto come “mercato per il controllo societario”. Nella maggior parte dei casi, ogni operazione di M&A coinvolge due attori principali: la società target e l'acquirente (o offerente). Il controllo e la proprietà di una società quotata possono essere trasferiti generalmente attraverso due modalità: tramite un'acquisizione diretta da parte di un'entità o gruppo di imprese, oppure mediante una fusione tra due società. In entrambi i casi,

l'acquirente deve acquisire le azioni o gli asset della società target, offrendo in cambio liquidità, azioni o una combinazione delle due.

Il mercato globale delle M&A è solitamente dinamico per natura e presenta fasi cicliche di elevata attività, descritte in letteratura come ondate di fusioni. Queste fasi intense di attività sono intervallate da periodi di rallentamento e sono comunemente associate a contesti economici favorevoli, come i mercati rialzisti e le fasi di crescita economica. La letteratura evidenzia come questi cicli siano guidati da determinanti finanziari e macroeconomici, tra cui i tassi d'interesse, l'andamento dei mercati azionari, i livelli di liquidità e i cambiamenti tecnologici.

Storicamente, si possono individuare diverse ondate di fusioni, ciascuna con caratteristiche distintive. La prima ondata (1897–1904), nota come “merger for monopoly”, fu caratterizzata dalla formazione di enormi monopoli industriali come General Electric e DuPont, in particolare nei settori manifatturiero ed estrattivo. La seconda ondata (1916–1929) rafforzò ulteriormente queste concentrazioni attraverso operazioni oligopolistiche e verticali, dando vita a holding come General Motors e IBM.¹⁰

La terza ondata di fusioni conglomerali si sviluppò negli anni '60, come risposta al bisogno di diversificare il rischio aziendale e aggirare le restrizioni antitrust sulle fusioni orizzontali e verticali. Le scarse performance di questi conglomerati portarono successivamente alla quarta ondata degli anni '80, caratterizzata da acquisizioni ostili e da strategie di smembramento (“bust-up”), in cui grandi conglomerati inefficienti venivano acquisiti e smantellati per estrarne valore.

Negli anni '90, la quinta ondata fu contraddistinta da operazioni strategiche e transfrontaliere, con l'obiettivo di creare imprese globalmente competitive in settori affini. Questa fase fu alimentata da innovazione tecnologica, deregolamentazione e integrazione dei mercati, trovando massima espressione in Europa con la creazione del mercato unico. Tra il 1998 e il 2000, il valore globale delle operazioni M&A superò i 4 trilioni di dollari, e il 40% delle transazioni aveva carattere cross-border.

¹⁰ Berk, J., DeMarzo, P., Harford, J., Ford, G., Mollica, V., & Finch, N. (2013). *Fundamentals of corporate finance*. Pearson Higher Education AU.

La sesta ondata, iniziata nel 2004 e culminata nel 2007 prima della crisi finanziaria, fu caratterizzata da operazioni internazionali guidate dalla globalizzazione, dal consolidamento strategico e dall'ingresso di nuovi protagonisti, come i fondi di private equity e le imprese dei mercati emergenti, tra cui la Cina e i paesi dell'Europa orientale.¹¹

Negli ultimi anni, il mercato globale delle M&A ha vissuto alti e bassi, condizionato dalla pandemia, dalla crisi energetica e da incertezze geopolitiche. Tuttavia, secondo il report Bain & Company del 2025, si sta assistendo oggi a una forte ripresa delle operazioni di fusione e acquisizione. Nel 2024, il mercato globale M&A ha registrato transazioni per un valore complessivo di 3.600 miliardi di dollari, pari a un incremento del 13% rispetto all'anno precedente, con un aumento del volume delle operazioni del 9%. Questa ripresa è stata trainata principalmente dalla riduzione dei tassi d'interesse, dal riposizionamento strategico delle imprese dopo anni di incertezza e dal contributo dell'innovazione tecnologica, in particolare grazie all'emergere dell'intelligenza artificiale generativa.

Nell'area europea (EMEA), il valore complessivo delle transazioni ha raggiunto circa 595 miliardi di dollari nel 2024 (+11% rispetto al 2023). In particolare, l'Italia si è distinta con una crescita storica: il valore delle operazioni strategiche ha toccato i 55 miliardi di dollari (+171% su base annua) e il numero di operazioni superiori ai 30 milioni è aumentato del 32%, con una spinta significativa nei settori dell'Energia, dei Servizi Finanziari e delle Telecomunicazioni.¹²

Il grafico seguente mostra l'andamento storico del valore delle operazioni M&A strategiche in Italia, suddivise per fascia dimensionale (in miliardi di dollari). Il 2024 segna una chiara ripresa rispetto ai due anni precedenti, grazie anche alla presenza di deal di elevata entità, in particolare oltre i 10 miliardi di dollari. L'Italia si posiziona quindi come uno dei mercati più dinamici in ambito europeo.

¹¹ Berk, J., DeMarzo, P., Harford, J., Ford, G., Mollica, V., & Finch, N. (2013). *Fundamentals of corporate finance*. Pearson Higher Education AU.

¹² Bain & Company. (2025, 4 febbraio). *M&A, in Italia crescita record delle operazioni strategiche. Il mercato globale torna a correre nel 2025*. Bain & Company.

Italy: Strategic M&A deal value by deal size buckets

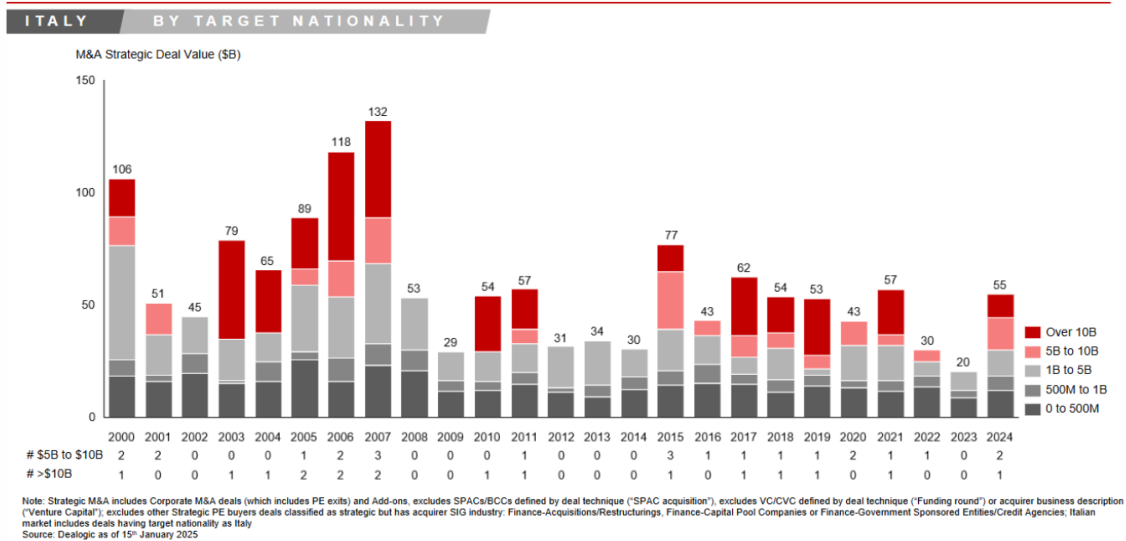


Figura 1 Valore delle operazioni M&A strategiche in Italia per fascia dimensionale (2000–2024).
Fonte: Bain & Company, Global M&A Report 2025 – Dati Dealogic aggiornati al 15 gennaio 2025.

Una delle tendenze recenti nel mercato internazionale delle M&A è l'adozione sempre più diffusa, nelle varie fasi del ciclo di acquisizione, di tecnologie avanzate. L'intelligenza artificiale generativa contribuisce ad accelerare la due diligence, la selezione delle target e le attività post-acquisizione, riducendo sensibilmente i tempi operativi e migliorando l'accuratezza dell'analisi strategica.

Nel complesso, il mercato globale delle M&A continua a evolversi sotto la pressione di fattori economici, tecnologici e istituzionali. L'attuale fase espansiva, stimolata da condizioni macroeconomiche favorevoli e dall'innovazione tecnologica, potrebbe rappresentare l'inizio di una nuova grande ondata di fusioni, destinata a ridefinire le dinamiche della competizione globale nei prossimi anni.

1.4.1 Evoluzione delle operazioni di M&A in diversi settori

La crescita delle attività di fusione e acquisizione in vari settori industriali riflette la trasformazione rivoluzionaria dei modelli di business, degli interessi strategici e del contesto economico e finanziario globale. Negli ultimi decenni, la definizione di attività

aziendale spettacolare si è trasformata: da strumenti che inizialmente davano priorità all'espansione per dimensioni, le fusioni e acquisizioni si sono evolute come motore fondamentale per l'estrazione di nuovi talenti, tecnologie, mercati e capitali, con maggiore enfasi sulla creazione di valore sostenibile a lungo termine.

Il 2024 è stato un anno di razionalizzazione dell'attività di deal, in cui il numero di transazioni è diminuito ma la media è aumentata. La tendenza indica un approccio più selettivo da parte degli operatori di mercato, che si stanno concentrando ulteriormente sui settori percepiti come più resilienti e strategicamente posizionati. I settori industriali e tecnologici, in particolare, continuano a essere i leader mondiali in termini di numero di operazioni, seguiti dai settori dei consumi e dalle istituzioni finanziarie. Secondo PwC, i settori TMT (Technology, Media, Telecommunication), Servizi finanziari e Mercati di consumo hanno guidato la crescita complessiva del valore delle transazioni, con una crescita elevata rispetto al 2023.¹³

Questo spostamento non è contenuto solo nelle grandi economie occidentali, ma vale anche per il caso italiano, dove l'attività di M&A è sempre più orientata verso iniziative più strategiche, tra cui consolidamenti settoriali, acquisizioni tecnologiche e consolidamenti della supply chain. Nonostante il volume delle operazioni sia diminuito, il valore delle transazioni è aumentato in modo significativo, soprattutto nella fascia da 1 a 5 miliardi di dollari.

Le aziende ricorrono sempre più alle fusioni e acquisizioni per affrontare sfide complesse come la velocità della transizione energetica, la digitalizzazione, la regionalizzazione delle catene di fornitura e la crescente pressione sulla sostenibilità. Secondo i dati di 2024, settori come i servizi industriali e l'energia hanno dimostrato una capacità superiore di attrarre operazioni anche in periodi di incertezza, dimostrando una maggiore resilienza rispetto ad altri settori.

Il settore tecnologico, tuttavia, rimane uno dei principali motori delle fusioni e acquisizioni. La crescente importanza dell'intelligenza artificiale, della cybersicurezza,

¹³ PwC Italia. (2025, January 28). *Global and Italian M&A Trends 2024 and 2025 Outlook*. <https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends.html>

del cloud computing e della digitalizzazione dei processi aziendali ha costretto sia le aziende tecnologiche nazionali sia le società tradizionali a concludere accordi strategici per acquisire capacità e soluzioni innovative. Secondo Deloitte, quasi tutte le aziende intervistate hanno dichiarato di aver incluso gli strumenti digitali nel loro approccio per affrontare transazioni eccezionali, sottolineando il modo in cui la tecnologia sta diventando sempre più un driver strutturale nelle strategie di crescita esterna.

Anche il settore bancario sta assistendo a un cambiamento radicale, guidato dall'innovazione digitale dei prodotti bancari, dalla necessità di razionalizzare le reti di sportelli e dall'emergere di nuovi operatori fintech.

Tutte queste tendenze stanno alimentando un'intensa azione di M&A, guidata da un lato dalle esigenze di consolidamento e dall'altro dall'accelerazione della digitalizzazione dei servizi e dell'integrazione verticale.

Parallelamente, una maggiore attenzione è rivolta a settori come l'energia, la sanità e i beni di consumo, dove le operazioni di fusione e acquisizione sono finalizzate a penetrare le catene del valore, diversificare le linee di prodotto, gestire il rischio geopolitico e ottenere la conformità. Forme di consumo più sostenibili e personalizzate hanno reso particolarmente impegnativo il settore dei consumi, con transazioni incentrate sull'innovazione dei prodotti, sulla digitalizzazione dei canali e sulla crescita in nuove aree geografiche.

Infine, va detto che l'evoluzione settoriale dell'attività di M&A è direttamente collegata alla crescente sofisticazione degli attori. I fondi di private equity e gli investitori strategici stanno entrambi evolvendo le loro capacità di analisi, selezione dei target e integrazione, aiutati dall'applicazione diffusa di strumenti di data analytics e intelligenza artificiale. Ciò consente loro di giocare in settori ad alta complessità e di cogliere le opportunità generate dalla disruption tecnologica e dal cambiamento dei modelli di consumo.¹⁴

In sintesi, l'evoluzione delle operazioni di M&A nei diversi settori conferma il ruolo centrale di queste operazioni come strumenti di trasformazione profonda e di

¹⁴ Deloitte. (2025). *2025 M&A Trends Survey: A time to pivot*. Deloitte Development LLC. <https://www.deloitte.com/us/mergers>

posizionamento strategico. Le dinamiche osservate nel 2024, unite alle prospettive di ripresa per il 2025, delineano un contesto in cui la qualità strategica delle operazioni prevarrà sempre più sulla quantità, e in cui la capacità di individuare settori chiave sarà determinante per il successo delle imprese nel lungo termine.

CAPITOLO 2

Le Operazioni di M&A nel Settore dei Media e Intrattenimento

2.1 Evoluzione del settore media: digitalizzazione e rivoluzione dello streaming

Negli ultimi due decenni, il settore dei media ha subito una profonda evoluzione, alimentata principalmente dall'innovazione tecnologica, dalla digitalizzazione e dall'ascesa dei servizi di streaming. Ha ridisegnato il panorama competitivo e i modelli di business del settore, richiedendo un rapido adattamento ai nuovi modelli di distribuzione e alle nuove abitudini di consumo dei contenuti audiovisivi.¹⁵

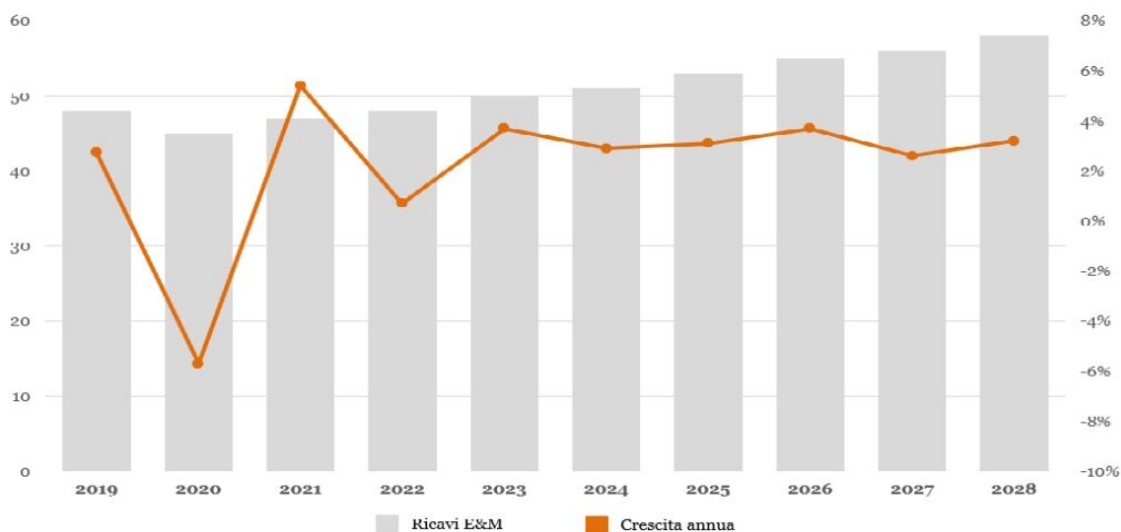
La digitalizzazione è stata la prima grande trasformazione storica, caratterizzata dal passaggio da formati fisici come DVD e CD alla distribuzione digitale diretta via Internet. Questa trasformazione ha ridotto notevolmente i costi marginali di distribuzione e ha accelerato la distribuzione globale dei contenuti, eliminando di fatto le limitazioni geografiche e aumentando enormemente il potenziale di mercato. Uno degli effetti principali è stata la disintermediazione, ovvero l'eliminazione degli intermediari tradizionali e la creazione di relazioni dirette tra i creatori di contenuti e i consumatori finali. Inoltre, l'adozione diffusa di tecnologie cloud, di analisi dei dati e algoritmi di raccomandazione guidati dall'intelligenza artificiale ha permesso alle aziende di comprendere e anticipare più efficacemente le preferenze dei consumatori, migliorando così il coinvolgimento e la fidelizzazione dei clienti.¹⁶

¹⁵ Küng, L. (2008). *Strategic management in the media: Theory to practice*. Sage.

¹⁶ Deloitte (2023). Digital Media Trends Survey. Deloitte Insights.

La rivoluzione dello streaming è l'espressione più attuale e radicale della digitalizzazione nel settore dei media. L'emergere di servizi come Netflix, Amazon Prime Video, Disney+ e Apple TV+ ha modificato radicalmente le abitudini di consumo, spostando il consumo di contenuti da orari lineari e predeterminati, tipici della TV lineare, a modelli flessibili, personalizzati e on-demand. Ha prevalso il modello Subscription Video On Demand (SVOD), basato su abbonamenti mensili, che consente alle aziende di ottenere rapidamente milioni di utenti globali e di ottenere fonti di reddito stabili a lungo termine. Nel frattempo, si sono diffusi anche modelli complementari come l'Advertising Video On Demand (AVOD) e il Transactional Video On Demand (TVOD), che offrono diverse opportunità economiche e modelli di monetizzazione.¹⁷

Nel 2023, l'espansione dell'industria italiana dell'Entertainment & Media (E&M) ha superato quella del prodotto interno lordo (PIL) reale, un andamento destinato a rafforzarsi nei prossimi anni. Mentre per il periodo 2023–2028 si prevede una crescita media annua del PIL reale intorno all'1%, il settore E&M dovrebbe mantenere un tasso di crescita più elevato, superiore al 2% su base annua.



¹⁸ Grafico [1]. PwC (2023). Global Entertainment & Media Outlook 2024-2028. PricewaterhouseCoopers. Totale ricavi E&M (€ mld) e crescita annua (%) in Italia [2019-2028]

¹⁷ PwC (2023). Global Entertainment & Media Outlook 2024-2028. PricewaterhouseCoopers.

¹⁸ PwC (2023). Global Entertainment & Media Outlook 2024-2028. PricewaterhouseCoopers.

Uno dei principali motori del settore è stato la pubblicità, che nel 2023 ha registrato un incremento del 9,3%, raggiungendo i 12 miliardi di euro. Questo aumento è stato trainato soprattutto dalla pubblicità online, che ha rappresentato il 54,5% dei ricavi pubblicitari totali (pari a 6,5 miliardi di euro), e dal segmento video, in ripresa grazie alla crescente adozione di modelli di business basati sull'AVOD, recentemente introdotti da diverse piattaforme OTT. Le previsioni per i prossimi cinque anni indicano un tasso di crescita annuo composto (CAGR) del 4,7%, con un valore atteso di 15,1 miliardi di euro nel 2028.

Anche la spesa dei consumatori ha mostrato un aumento, con una crescita del 2,1% su base annua, raggiungendo i 38,1 miliardi di euro. In questo contesto, il comparto cinematografico si è distinto con un eccezionale +61,6% nel 2023, risultando il segmento in più rapida espansione.

In generale, lo sviluppo strutturale del mercato E&M italiano è guidato prevalentemente dal segmento digitale e dello streaming, che nel 2023 ha rappresentato l'84% dei ricavi complessivi del settore. Le stime per il quinquennio 2023–2028 indicano un CAGR del 4,6% per il digitale, confermandone il ruolo di motore principale della trasformazione dell'industria mediatica nel Paese.

Inoltre, lo streaming ha reso necessari forti investimenti nello sviluppo di contenuti originali come elemento di differenziazione. Aziende come Netflix e Amazon hanno speso miliardi di dollari per lo sviluppo di contenuti interni, emergendo come principali creatori di contenuti a livello mondiale e sfidando i tradizionali studi cinematografici e televisivi. L'intensificarsi della concorrenza ha spinto le società di Media storiche a intraprendere profonde ristrutturazioni strategiche e operazioni straordinarie di fusione e acquisizione in maniera tale da ricercare ed ottenere un vantaggio competitivo nei confronti della concorrenza.

Le operazioni di M&A sono infatti diventate fondamentali nel nuovo contesto competitivo, consentendo alle aziende di accrescere rapidamente la propria scala, ampliare il catalogo di contenuti esclusivi, acquisire nuove competenze tecnologiche e rafforzare la presenza sui mercati globali. Operazioni emblematiche, come l'acquisizione della 21st Century Fox da parte di The Walt Disney Company nel 2019, hanno dimostrato

quanto sia strategica la gestione della proprietà intellettuale (IP) e delle tecnologie distributive per competere efficacemente nel mercato dello streaming.

La digitalizzazione e l'emergere dei servizi di streaming hanno modificato radicalmente il settore dei media, creando sia minacce che opportunità. La crescente importanza del consolidamento strategico evidenzia l'imperativo per le aziende di reagire rapidamente a un ambiente competitivo altamente dinamico e in continua evoluzione, anticipando gli imminenti progressi tecnologici e i bisogni dei consumatori.

Guardando al futuro, è prevedibile un ulteriore consolidamento del settore attraverso operazioni straordinarie volte ad affrontare le sfide legate alla saturazione dei mercati domestici e alla crescente necessità di espansione internazionale. Queste operazioni saranno probabilmente motivate dalla necessità di accrescere ulteriormente le economie di scala e di ottenere una posizione di leadership nei principali mercati globali, per sostenere gli ingenti investimenti richiesti dalla produzione di contenuti originali e dall'innovazione tecnologica continua.

2.2 Dinamiche competitive nel mercato globale dei media

L'industria mondiale dei media è oggi caratterizzata da dinamiche competitive complesse e in continua evoluzione, alimentate dalla confluenza di cambiamenti tecnologici, modelli di consumo in evoluzione e una crescente pressione verso la diffusione globale. L'ingresso di nuovi attori digitali, l'ascesa delle piattaforme di streaming e l'accelerazione della digitalizzazione hanno ridisegnato il significato stesso di concorrenza, spingendo le aziende tradizionali a ripensare radicalmente le proprie strategie.

In questo nuovo contesto, i vecchi gruppi si trovano a competere sia tra loro sia con aziende tecnologiche con modelli di business completamente diversi, in grado di investire in modo significativo in contenuti, innovazione e diffusione globale. Le dinamiche

competitive nel settore dei media si sono evolute dalla semplice competizione tra vecchi gruppi a un vero e proprio “campo di battaglia convergente” tra diverse industrie.¹⁹

La pressione competitiva ha reso sempre più necessario il consolidamento: le aziende devono accrescere la propria scala di business, aumentare l’offerta di contenuti e diversificare i flussi di reddito. Non si tratta semplicemente di creare o distribuire contenuti, ma di creare ecosistemi complessi e multicomponenti con produzione, distribuzione, tecnologia, pubblicità e analisi.

Allo stesso tempo, stanno emergendo nuove barriere all’ingresso: una maggiore attenzione agli effetti di rete, alle economie di scala e all’accesso a vaste risorse finanziarie pone i nuovi operatori in una posizione di svantaggio competitivo rispetto ai grandi conglomerati storici. Ciò ha portato a una dinamica di mercato molto polarizzata, in cui pochi grandi operatori dominano ampie fasce dell’offerta, mentre i piccoli operatori faticano a sopravvivere.

Questi sviluppi hanno ispirato la creazione di un contesto oligopolistico in cui pochi attori globali controllano la maggior parte della produzione e della distribuzione di materiali audiovisivi. La concentrazione dei media è guidata da razionalità di efficienza economica e da imperativi strategici legati alla gestione del rischio e all’accesso alle risorse principali.²⁰

Una seconda componente chiave di queste forze competitive ha a che fare con la gestione della proprietà intellettuale. I diritti sul materiale di partenza sono emersi come una necessità strategica: avere una proprietà intellettuale di successo attira gli abbonati, ma apre anche possibilità di monetizzazione tramite licenze, merchandising e sfruttamento crossmediale.

Infine, c’è il fattore normativo. Le autorità di regolamentazione antitrust nella maggior parte dei mercati stanno monitorando attentamente l’attività di consolidamento, cercando di bilanciare l’efficienza industriale con la necessità di preservare la diversità della fornitura di contenuti e una buona concorrenza. Ma la velocità dei cambiamenti

¹⁹ Küng, L. (2008). *Strategic management in the media: Theory to practice*. Sage.

²⁰ Doyle, G. (2013). *Understanding media economics*.

tecnologici di solito supera la capacità dei regolatori di agire tempestivamente, favorendo di fatto la formazione di strutture di mercato concentrate.

Alla luce di queste considerazioni, nei prossimi sottocapitoli si analizzeranno in modo più approfondito due fenomeni fondamentali: da un lato, il processo di concentrazione e l'emergere di oligopoli nel settore (2.2.1), e dall'altro la crescente competizione generata dai nuovi entranti rappresentati dalle piattaforme di streaming (2.2.2).

2.2.1 Concentrarsi per sopravvivere: consolidamento e oligopoli

Il crescente grado di complessità e di concorrenza nel settore dei media ha reso il consolidamento una delle principali strategie di sopravvivenza e di consolidamento competitivo per le aziende. In un mondo caratterizzato da cambiamenti tecnologici ad alta velocità, globalizzazione e pressioni sui profitti, le fusioni e le acquisizioni sono diventate la chiave per raggiungere dimensioni critiche, espandere i portafogli di contenuti e ridurre i costi operativi.

Lo scopo principale di queste transazioni è tipicamente quello di ottenere economie di scala e sinergie operative e di migliorare l'efficienza della produzione e della distribuzione. Le aziende mirano ad accedere a nuove risorse, fisiche (come infrastrutture e tecnologie) e intellettuali (come diritti su contenuti, marchi e know-how), a rafforzare la propria posizione nel mercato nazionale e a diventare più competitive a livello globale.

L'emergere di giganteschi conglomerati mediatici internazionali è un chiaro segno di questa tendenza. L'evoluzione ha coinvolto in particolare le grandi società di streaming video e i grandi colossi dell'intrattenimento audiovisivo, come Netflix, Amazon Prime Video, Disney, HBO e Warner Bros Discovery che attraverso fusioni e acquisizioni hanno ampliato le loro dimensioni e consolidato la loro posizione di leader nel mercato internazionale.

Il risultato è una capacità di produzione e distribuzione concentrata, con implicazioni significative per l'offerta, i prezzi e le condizioni contrattuali per i creatori e i produttori indipendenti.

Questa condizione favorisce lo sviluppo di accordi oligopolistici, in cui un numero ristretto di agenti esercita il controllo sulla maggior parte della produzione e della circolazione globale dei contenuti. La concentrazione può generare efficienze e stimolare l'innovazione, ma anche causare seri problemi per quanto riguarda il pluralismo, la diversità culturale e l'accesso equo alle risorse del mercato. Il rischio è che la concorrenza venga progressivamente repressa, lasciando spazio a posizioni dominanti difficili da contrastare da parte di attori emergenti o minori.²¹

Nonostante le potenziali criticità, il consolidamento è una risposta ragionevole alle dinamiche del settore. In un settore sempre più basato sulla capacità di attrarre grandi audience globali e di sostenere ingenti investimenti in tecnologia e contenuti, la frammentazione potrebbe penalizzare gli attori più deboli. Le operazioni di fusione e acquisizione, in questo senso, sono generalmente l'unica alternativa alla marginalizzazione o all'uscita dal mercato.

Tuttavia, va notato che la crescente centralizzazione del potere economico e simbolico in mano a un numero sempre minore di operatori ha spinto molti enti regolatori a rafforzare le condizioni di monitoraggio e autorizzazione per le transazioni atipiche. L'intervento pubblico è quindi essenziale per garantire condizioni eque di accesso al mercato, tutelare la concorrenza e incoraggiare il pluralismo informativo.

2.2.2 La competizione con i nuovi entranti: le piattaforme streaming

Oltre alle fusioni conglomerali tra i principali gruppi del settore, l'altro fattore più influente che ha ridisegnato le dinamiche competitive nel settore dei media è l'emergere di nuovi giganti digitali, più precisamente di piattaforme di streaming on-demand. Netflix, Amazon Prime Video, Apple TV+, Disney+ e Paramount+ non solo hanno cambiato i modelli di visione, ma hanno anche introdotto un nuovo modello di

²¹ Doyle, G. (2013). Understanding media economics.

concorrenza, basato sull'innovazione tecnologica, sull'accesso istantaneo ai contenuti e sulla consegna in tutto il mondo.²²

Queste aziende hanno avuto successo grazie a una combinazione di fattori strategici: elevati investimenti in contenuti originali, forte dipendenza dai big data per la profilazione e la personalizzazione dell'offerta, modelli di business scalabili basati sugli abbonamenti e la capacità di raggiungere immediatamente un pubblico in tutto il mondo. Queste aziende non sono solo dei sostituti diretti delle aziende mediatiche consolidate, ma una discontinuità sistemica con il potenziale di modificare radicalmente il funzionamento del settore.

Il vantaggio competitivo dei servizi di streaming risiede anche nella loro capacità di integrare contenuti, tecnologia e analisi dei dati all'interno di un ecosistema chiuso, consentendo un controllo verticale su produzione, distribuzione e monetizzazione. Questo modello ha ridotto notevolmente il time-to-market, rendendo possibile accelerare il ritmo di produzione e distribuzione di nuovi contenuti.

Ma l'ingresso di questi nuovi attori ha intensificato la concorrenza, costringendo i media tradizionali a cambiare completamente per rimanere rilevanti. Le aziende del settore hanno dovuto cambiare i loro modelli di business, riallineare i reparti di produzione e aumentare gli investimenti in contenuti e tecnologie digitali. Nella maggior parte dei casi, ciò ha prodotto risposte reattive o difensive, come ad esempio fusioni che cercano di rispondere al crescente potere delle piattaforme digitali in maniera tale da accrescere la propria posizione e il loro vantaggio competitivo.

Questa pressione competitiva ha anche avuto effetti tangibili sulla diversità e sulla qualità dei contenuti, spingendo le piattaforme a curare i loro cataloghi per segmenti di pubblico più specializzati. Inoltre, la capacità di aggregare e analizzare grandi quantità di dati ha plasmato le pratiche di programmazione e pubblicità, con un forte impatto sulla creazione, la produzione e la vendita di contenuti.

²² Lotz, A. D. (2014). The television will be revolutionized. In *The Television Will Be Revolutionized, Second Edition*. New York University Press.

Il risultato è un campo di battaglia in cui la competizione non riguarda tanto i contenuti quanto l'esperienza complessiva dell'utente, la brand equity e la capacità di creare coinvolgimento. Con l'emergere di questo ambiente competitivo, la velocità di esecuzione e la reattività diventano i fattori che determinano la sopravvivenza e il successo.

2.3 Le motivazioni dietro le operazioni di M&A nel settore media

Le fusioni e le acquisizioni nel settore dei media non sono il risultato di una scelta casuale, ma piuttosto il culmine di una logica strategica, economica, finanziaria e competitiva coerentemente articolata. Dato il clima di accelerata trasformazione tecnologica, di modelli di consumo discontinui e di pressioni globali per la scalabilità e l'espansione, le aziende decidono di fondersi nel tentativo di consolidare la propria posizione sul mercato e di garantire una continuità e un'espansione sostenibili.

Una delle principali forze trainanti è la necessità di realizzare economie di scala e di scopo. La fusione di aziende aiuta a minimizzare i costi fissi, ad aumentare l'efficienza produttiva e a diversificare gli investimenti su più utenti. Ciò è particolarmente efficace per i servizi di streaming, che devono sostenere ingenti spese sotto forma di costi di produzione di contenuti originali, ricerca e sviluppo di tecnologie e gestione di infrastrutture digitali a livello globale.

Allo stesso tempo, le operazioni di fusione e acquisizione rappresentano un modo strategico per acquisire asset essenziali come i diritti sui contenuti, la proprietà intellettuale, il talento creativo e le tecnologie innovative. Quando il contenuto è un punto di forza competitivo nel mercato, l'acquisto di librerie esistenti, franchise consolidati o asset di produzione può creare una leadership nel medio termine. Il valore di un'azienda

del settore dei media oggi è inestricabilmente legato alla qualità e all'unicità del suo portafoglio di contenuti.²³

Inoltre, le acquisizioni di solito mirano all'integrazione verticale, con la quale le aziende cercano di acquisire l'intera catena del valore, dalla creazione dei contenuti alla distribuzione, fino all'interfaccia con il cliente e al servizio clienti. Questo modello è realizzabile con un maggiore controllo dei costi, una migliore gestione dei dati e un'esperienza del cliente più snella e integrata, tutti elementi in linea con le aspettative del pubblico digitale di oggi.

Ma un'altra potente motivazione è la necessità di rispondere alle mutevoli forze competitive. L'inaspettata ascesa delle piattaforme digitali ha messo a dura prova i modelli di business convenzionali, inducendo le aziende del settore dei media ad accelerare il proprio rinnovamento e a costruire nuove capacità. Le fusioni e acquisizioni rappresentano un modo rapido per acquisire nuove competenze, tecnologie, utenti e strategie di monetizzazione.

Queste esigenze finanziarie e di difesa non possono essere ignorate. Le transazioni eccezionali in un mercato dei capitali altamente volatile e caratterizzato da cicli di capitale severi possono essere utilizzate per difendere asset vitali da acquisizioni indesiderate, migliorare la redditività o ristrutturare progetti finanziari deboli. Alcune transazioni sono state avviate anche da investitori istituzionali o da fondi d'investimento alla ricerca di una razionalizzazione del portafoglio o di un aumento dei rendimenti per gli investitori.

Dunque, le motivazioni delle fusioni e acquisizioni nel settore dei media sono complesse ed estremamente interconnesse. Esse riflettono la crescente maturità di un settore in rapida evoluzione, in cui il consolidamento strategico sta emergendo come strumento necessario per garantire competitività, sostenibilità economica e innovazione sostenuta.

²³ Doyle, G. (2013). Understanding media economics.

2.3.1 Sinergie di contenuto: dalla produzione alla distribuzione

Uno dei più potenti propulsori dell'attività di M&A nel settore dei media e dell'intrattenimento è la ricerca di sinergie operative e complementarità strategiche. In un mercato competitivo, in cui la flessibilità rappresenta un criterio importante di successo, le fusioni consentono non solo la concentrazione delle risorse, ma anche la combinazione di capacità complementari al fine di costruire un valore aggiunto che sarebbe altrimenti difficile da acquisire separatamente.

Le sinergie operative, in particolare nella creazione e diffusione dei contenuti, sono fondamentali per questa strategia. L'integrazione tra imprese consente l'eliminazione delle catene produttive, l'eliminazione delle ridondanze, la condivisione delle infrastrutture e condizioni migliorate con fornitori e proprietà creative. Di conseguenza, si assiste a una più rapida commercializzazione dei contenuti, a una gestione dei diritti più efficiente e a un miglioramento dell'ottimizzazione della programmazione tra le piattaforme. Inoltre, il consolidamento degli asset tecnologici può favorire l'adozione di standard comuni per la gestione dei metadati, una qualità audiovisiva migliorata e una maggiore efficienza della rete e dello streaming.

Oltre ai vantaggi operativi, le operazioni di M&A colmano lacune strategiche acquisendo alcune competenze o asset fondamentali. La combinazione di aziende con profili complementari comporta un rafforzamento competitivo sostanziale, ad esempio, attraverso la combinazione di capacità di innovazione tecnologica, accesso a nuovi mercati geografici, capacità analitiche o strategie di fidelizzazione del pubblico.²⁴

Nel settore dei media, è necessario un controllo congiunto sulle dimensioni simboliche e materiali della produzione culturale, che le operazioni di M&A possono offrire.

Un'acquisizione di successo può anche espandere il volume dei contenuti prodotti e offerti e la varietà delle fonti di ricavo. È quanto avviene, ad esempio, quando una società televisiva consolidata acquisisce una piattaforma digitale per raggiungere un pubblico più giovane e centrato sul mobile, oppure quando una società con un ampio catalogo acquisisce tecnologie per la personalizzazione dei contenuti per i singoli clienti e per la raccomandazione algoritmica, riflettendo le preferenze attuali del pubblico. In questo

²⁴ Hesmondhalgh, D. (2018). The cultural industries.

modo, grandi operazioni rappresentano anche un'opportunità per promuovere la coerenza narrativa e il tono editoriale attraverso una gestione del marchio unificata.

Inoltre, le sinergie tra diversi mezzi di comunicazione (tra cinema, televisione, musica, videogiochi ed eventi dal vivo) stanno diventando sempre più significative. In uno scenario in cui il consumo di media converge ed è orientato all'esperienza, le aziende mirano a creare mondi relazionali e narrativi coerenti su diverse piattaforme e dispositivi. Questo implica coerenza strategica non solo nella creazione dei contenuti, ma anche nel branding, nello sviluppo del pubblico e nella strategia di licensing. L'interoperabilità dei contenuti e la creazione di un'attivazione multiplatforma diventano quindi leve competitive fondamentali.

Infine, sinergie e complementarità non sono conseguenze naturali di un'operazione straordinaria: devono essere ben pianificate, implementate e coordinate. L'incapacità di integrare le organizzazioni operative, le tecnologie o le culture aziendali può compromettere drasticamente il valore previsto della transazione. Il periodo post-fusione, dunque, rappresenta un momento critico per il successo dell'integrazione e per la generazione di valore sostenibile. La necessità di bilanciare la governance, gli obiettivi strategici e l'identità aziendale da questa prospettiva è essenziale per garantire che le sinergie individuate durante la due diligence abbiano un impatto duraturo sui vantaggi competitivi.

2.3.2 Necessità di economie di scala e riduzione dei costi

Nel settore dei media e dell'intrattenimento, dove vi è un'elevata intensità di capitale, rapido progresso tecnologico e potere competitivo internazionale, la ricerca di economie di scala rappresenta una delle principali giustificazioni economiche e strategiche alla base delle operazioni di fusione e acquisizione. Le imprese operanti nel mercato dei contenuti audiovisivi affrontano costi in crescita legati alla produzione di contenuti originali, ai progressi tecnologici, alla protezione della proprietà intellettuale e alla costruzione di infrastrutture digitali. A tal fine, l'ampliamento della scala operativa consente di distribuire tali costi su una base più ampia, aumentando l'efficienza economica e la redditività.

In particolare, nel caso dei servizi di streaming, le economie di scala diventano particolarmente rilevanti. I modelli di business basati su abbonamento richiedono una crescita perpetua della base utenti per sostenere i margini e finanziare l'espansione dell'offerta. L'efficienza in questo settore dipende in gran parte dalla capacità di coinvolgere un pubblico globale e vendere contenuti su mercati e segmenti diversi.²⁵ Le mega-operazioni di M&A, come quella tra Warner Bros. e Discovery, rispondono precisamente a questa logica: combinare capacità complementari per aumentare la scala, eliminare duplicazioni e razionalizzare la struttura dei costi.

Una seconda forza trainante a favore delle economie di scala è la standardizzazione delle attività. Le imprese globalizzate possono unificare gran parte delle loro funzioni, come la gestione delle licenze, l'elaborazione dei dati, il servizio clienti e la logistica digitale, riducendo i costi di coordinamento e semplificando le operazioni di governance. Tale struttura crea maggiore uniformità nella qualità del servizio offerto, consolidando al contempo l'immagine del marchio a livello globale.

Le economie di scala rafforzano anche le posizioni negoziali delle imprese nei confronti di alleati strategici, inserzionisti, distributori e fornitori di tecnologia. Le dimensioni forniscono un maggiore potere nelle catene di fornitura industriali e nei mercati pubblicitari, generando condizioni contrattuali più favorevoli e più potere di mercato.

Oltre al vantaggio quantitativo, le economie di scala permettono un miglioramento qualitativo dell'offerta. Le risorse liberate riducendo le spese operative possono essere reimpiegate in progetti ad alto valore aggiunto, come serie di contenuti originali, documentari ad alto budget, tecnologie di raccomandazione algoritmica e un'esperienza utente migliorata. Non si tratta solo di uno strumento difensivo, ma di uno strumento abilitante per l'innovazione e la competitività a lungo termine.

Tuttavia, va ricordato che l'aumento delle dimensioni non significa sempre maggiore efficienza. Esistono anche rischi organizzativi e gestionali nelle fusioni: l'intersezione di organizzazioni complesse può generare costi nascosti, rigidità burocratiche o diseconomie di scala se non gestita con criteri di ragionevolezza e flessibilità. Esiste un

²⁵ Albarran, A. B. (2023). *The media economy*. Routledge.

punto oltre il quale l'aumento dimensionale non incrementa più proporzionalmente i benefici, ma può piuttosto compromettere la reattività e la coerenza interna di un'impresa.

Per questo motivo, le operazioni di M&A finalizzate a realizzare economie di scala devono essere supportate da un'attenta pianificazione post-fusione e da una governance prudente, con capacità di coordinamento delle risorse, riconciliazione dei processi e un'attenzione costante agli obiettivi di medio-lungo termine. Solo in questo modo la promessa di efficienza e risparmio si tradurrà in guadagni concreti e duraturi in un mercato in continua evoluzione.

2.4 Analisi del mercato M&A nel settore media: principali operazioni degli ultimi anni

Negli ultimi dieci anni, le operazioni di fusione e acquisizione hanno registrato una crescita significativa nel settore dei media e dell'intrattenimento, spinte dalla necessità di adattarsi a un contesto competitivo profondamente trasformato dalla digitalizzazione, dall'espansione dello streaming e dalla crescente pressione esercitata dai colossi tecnologici. Le recenti operazioni straordinarie non si limitano a una logica di espansione dimensionale, ma mirano al conseguimento di sinergie operative, a un maggiore controllo sulle proprietà intellettuali e al consolidamento della presenza globale attraverso strategie di integrazione sia verticale che orizzontale.

Un esempio emblematico è rappresentato dall'acquisizione di 21st Century Fox da parte di The Walt Disney Company, annunciata nel 2017 e finalizzata nel 2019 per un valore complessivo pari a 71,3 miliardi di dollari. Si tratta di una delle operazioni di concentrazione più rilevanti nella storia del settore, che ha consentito a Disney di assumere il controllo di brand iconici a livello globale, quali *Avatar*, *The Simpsons*, *X-Men* e *National Geographic*. L'accordo ha rafforzato in modo significativo la posizione competitiva di Disney nei mercati cinematografico e televisivo, permettendo al contempo un'estensione rilevante del catalogo in vista del lancio di Disney+, posizionando l'azienda in maniera solida nella competizione dello streaming contro player affermati come

Netflix, Amazon e Apple. L'operazione ha inoltre sollevato questioni regolatorie complesse: per ottenere l'approvazione delle autorità antitrust statunitensi, Disney ha dovuto cedere 22 reti sportive regionali, al fine di evitare un'eccessiva concentrazione nel mercato dei diritti sportivi.

Un'altra operazione di rilievo è l'acquisizione di Scripps Networks Interactive da parte di Discovery Inc., completata nel 2018 per un importo di circa 14,6 miliardi di dollari. Tale acquisizione ha permesso a Discovery di consolidare il proprio ruolo di leader a livello globale nella produzione di contenuti non sceneggiati, grazie all'integrazione di marchi affermati come *Food Network*, *HGTV*, *Travel Channel* e *DIY Network*. Questa integrazione si è rivelata determinante in vista del lancio di Discovery+, che ha potuto contare su una libreria di contenuti già noti al pubblico e su un'audience fidelizzata. Il successo dell'operazione ha dimostrato come le economie di scala e la complementarità dei contenuti rappresentino fattori chiave per la sostenibilità dei nuovi modelli di distribuzione digitale.

Un'ulteriore operazione significativa, che ben riflette la crescente convergenza fra telecomunicazioni e contenuti media, è rappresentata dall'acquisizione di Time Warner da parte di AT&T, annunciata nel 2016 e completata nel 2018 per un valore di 85,4 miliardi di dollari. La fusione ha unito uno dei principali operatori di telecomunicazioni statunitensi con uno dei più grandi conglomerati mediatici a livello mondiale, proprietario di asset strategici quali HBO, CNN, Warner Bros. e DC Comics. L'obiettivo strategico dichiarato era quello di creare un colosso integrato verticalmente, in grado di competere direttamente con i nuovi operatori dello streaming, combinando la proprietà di contenuti di alta qualità con l'estensione delle reti di telecomunicazione e delle piattaforme digitali. Tuttavia, l'operazione si è rivelata fallimentare sia sotto il profilo regolatorio — a causa di ostacoli antitrust difficilmente superabili — sia sotto il profilo gestionale, per via delle difficoltà nell'integrare culture aziendali profondamente diverse e stili operativi divergenti. I risultati deludenti hanno spinto AT&T, pochi anni dopo, a scorporare WarnerMedia e a promuovere, nel 2021, una fusione con Discovery Inc., dando vita a Warner Bros. Discovery, con una capitalizzazione iniziale di circa 42 miliardi di dollari.

Parimenti significativa, sia dal punto di vista strategico che finanziario, è stata l'acquisizione di Sky da parte di Comcast, completata nel 2018 per un importo di circa

40 miliardi di dollari. Tale operazione ha consentito a Comcast di rafforzare in modo significativo la propria presenza internazionale, in particolare nel mercato europeo, attraverso l'acquisizione di uno dei principali operatori di TV satellitare, con oltre 23 milioni di abbonati. Inoltre, l'accordo ha permesso a Comcast di ampliare sensibilmente la propria offerta di contenuti, grazie a un vasto catalogo di produzioni originali e diritti sportivi esclusivi, elementi sempre più rilevanti nella competizione globale con le piattaforme OTT come Netflix, Disney+ e Amazon Prime Video. La fusione con Sky ha inoltre rappresentato un'importante leva strategica per Comcast, non solo in ottica di diversificazione delle fonti di ricavo, ma anche per consolidare ulteriormente il proprio ruolo di conglomerato integrato verticalmente, attivo dalla produzione alla distribuzione diretta dei contenuti. Un'ulteriore operazione rilevante, completata nel 2019, è stata la fusione tra Viacom e CBS, che ha portato alla creazione di un nuovo colosso mediatico, successivamente rinominato Paramount Global nel 2022. L'operazione ha rappresentato una tappa strategica fondamentale per entrambe le società, accomunate da una storia aziendale condivisa, essendo appartenute allo stesso gruppo prima della separazione avvenuta nel 2006. La fusione, dal valore stimato di circa 30 miliardi di dollari, è stata motivata dall'esigenza di rafforzare le rispettive posizioni nel panorama mediatico globale, creando una massa critica sufficiente a competere con i leader di mercato come Disney e Netflix. Attraverso questa operazione, Paramount Global ha potuto consolidare in modo significativo le proprie risorse creative, tecniche e finanziarie, combinando asset di grande valore come la rete televisiva CBS, MTV, Nickelodeon, Showtime e Paramount Pictures. La fusione ha inoltre favorito sinergie operative efficaci tra la televisione lineare tradizionale e lo streaming digitale.

Nel 2021, il settore dei media ha assistito a un'ulteriore fase di profondo consolidamento con l'acquisizione da parte di Amazon della storica casa cinematografica Metro-Goldwyn-Mayer (MGM), per un valore complessivo di circa 8,45 miliardi di dollari. L'operazione ha rappresentato una mossa strategica fondamentale per Amazon, volta a potenziare il proprio servizio di streaming, Amazon Prime Video, attraverso l'acquisizione di una delle più ricche e iconiche librerie cinematografiche, comprendente titoli celebri come *James Bond* e *Rocky*. L'acquisizione di MGM ha segnato un ingresso deciso di Amazon nella produzione diretta di contenuti cinematografici e televisivi di alta qualità, rafforzandone sensibilmente il vantaggio competitivo rispetto a player come

Netflix, Disney+ e HBO Max. Inoltre, l'operazione si inserisce in una tendenza più ampia: la progressiva incursione dei giganti tecnologici nel mercato tradizionale dei media e dell'intrattenimento, sottolineando il ruolo sempre più strategico dei contenuti come leva competitiva.

Oltre agli esempi sopra riportati, è essenziale considerare anche le implicazioni strategiche e regolatorie di lungo periodo che tali operazioni comportano. Se da un lato il consolidamento può offrire vantaggi come economie di scala, incremento della qualità dell'offerta e maggiore competitività a livello globale, dall'altro comporta anche rischi rilevanti come diseconomie gestionali, complessità organizzative e crescenti pressioni antitrust. La fase di integrazione post-fusione rappresenta spesso un momento decisivo, in grado di determinare il successo o il fallimento delle sinergie attese.

L'esempio più emblematico in tal senso è quello della fusione tra AT&T e WarnerMedia. Pur essendo strategicamente giustificata, l'operazione iniziale è stata pesantemente ostacolata da problematiche operative e da difficoltà nell'integrazione delle culture aziendali, generando insoddisfazione tra gli stakeholder e portando, nel giro di pochi anni, a una profonda ristrutturazione con la successiva fusione con Discovery Inc., da cui è nato l'oggetto di questa tesi e la società che ha preso il nome di Warner Bros. Discovery. Questo caso dimostra in modo chiaro come operazioni di grande portata e ambizione possano non raggiungere gli obiettivi previsti se la governance e la gestione post-fusione non vengono affrontate con la dovuta attenzione strategica e operativa.

Analizzando una prospettiva più ampia, queste dinamiche di consolidamento sollevano interrogativi importanti sul futuro del mercato globale dei media: ci si sta dirigendo verso una struttura dominata da pochi super-conglomerati, caratterizzata da elevate barriere all'ingresso per nuovi operatori? Oppure questi accorpamenti daranno impulso a una nuova ondata di innovazione e a forme inedite di competizione, generando benefici complessivi per i consumatori e per il mercato?

In conclusione, il panorama delle fusioni e acquisizioni nel settore dei media degli ultimi anni riflette dinamiche evolutive complesse, in cui strategie di integrazione, rivalità competitiva, ostacoli regolatori e innovazione tecnologica si intrecciano in un contesto globale sempre più interconnesso. L'evoluzione futura del settore dipenderà dalla

capacità delle imprese coinvolte di affrontare con successo queste sfide, bilanciando dimensione, agilità operativa e capacità innovativa per generare valore sostenibile nel lungo termine.

2.4.1 La fusione WarnerMedia-Discovery: una nuova sfida per il mercato dello streaming

Negli ultimi anni, il settore dei media e dell'intrattenimento ha vissuto una trasformazione radicale, guidata dalla digitalizzazione e dall'ascesa delle piattaforme di streaming. In questo scenario, la fusione tra WarnerMedia e Discovery Inc., la quale è stata annunciata nel maggio 2021 e finalizzata nell'aprile 2022, rappresenta una delle operazioni più significative nel panorama globale dei media. La nuova società, nata a seguito della fusione, prende il nome di Warner Bros. Discovery ed è nata con l'obiettivo di competere efficacemente nel mercato dello streaming, dominato da colossi come Netflix, Amazon Prime Video e Disney+.

La fusione è stata motivata dall'esigenza di consolidare contenuti e asset, al fine di affrontare l'intensificarsi della concorrenza nel settore dello streaming. WarnerMedia, precedentemente controllata da AT&T, disponeva di una libreria di contenuti diversificata e di alta qualità, tra cui HBO, Warner Bros. Pictures e CNN. Discovery Inc., dal canto suo, apportava una vasta gamma di contenuti non sceneggiati e factual, tra cui Discovery Channel, Animal Planet e Food Network. L'unione di queste risorse mirava a offrire un'offerta contenutistica variegata, capace di attrarre un pubblico più ampio e di competere su scala globale.

La nuova entità ha dichiarato pubblicamente l'intenzione di investire circa 20 miliardi di dollari all'anno in contenuti, una cifra superiore ai livelli di investimento di concorrenti come Netflix e Disney. Inoltre, l'azienda si è posta l'obiettivo di raggiungere 400 milioni di abbonati a livello globale, puntando a una rapida espansione internazionale e a una penetrazione più profonda del mercato dello streaming.

Tuttavia, la fusione non è stata priva di difficoltà. Alla chiusura dell'operazione, Warner Bros. Discovery si trovava a fronteggiare un debito di circa 55 miliardi di dollari, ereditato in gran parte da WarnerMedia. Le pressioni finanziarie derivanti da tale esposizione

hanno portato all'attuazione di misure di austerità, tra cui il taglio del personale e la cancellazione di diversi progetti — tra cui, in particolare, la chiusura del servizio di streaming CNN+ dopo appena un mese dal lancio.

In Italia, il mercato dello streaming ha registrato una crescita notevole. Nel marzo 2024, 15,4 milioni di utenti unici hanno visitato siti o applicazioni di video on demand a pagamento, con un tempo medio di navigazione di circa 2 ore e 26 minuti per utente. Le principali piattaforme attive sul mercato italiano includono Netflix, Amazon Prime Video, Disney+, NOW (Sky) e DAZN. Questi dati evidenziano l'importanza strategica del mercato italiano nei piani di espansione futura dei fornitori di servizi di streaming a livello globale.

La fusione tra WarnerMedia e Discovery rappresenta una mossa ambiziosa per quanto riguarda le prospettive future della società volta alla creazione di un attore di rilievo nel panorama dello streaming. La combinazione tra contenuti premium e factual, unitamente a un modello di distribuzione globale, ha posto l'azienda in una posizione di leadership nel settore. Il successo a lungo termine di Warner Bros. Discovery dipenderà dalla capacità dell'azienda di ridurre il proprio debito, integrare efficacemente le operazioni e adattarsi rapidamente alle dinamiche in continua evoluzione dell'intrattenimento digitale.

2.5 Impatti delle M&A sul settore media: sfide, opportunità e tendenze future

Il settore dei media e dell'intrattenimento ha vissuto negli ultimi anni una trasformazione profonda, alimentata da un'ondata crescente di operazioni di fusione e acquisizione (M&A), che hanno avuto un impatto rilevante sul panorama competitivo e strategico del mercato. Queste operazioni hanno creato nuove opportunità di crescita, consentendo alle aziende di rafforzare la propria posizione competitiva e di rispondere efficacemente alla minaccia crescente rappresentata dai colossi tecnologici. Tuttavia, esse comportano anche complesse sfide legate all'integrazione operativa, finanziaria e culturale, che richiedono una gestione attenta.

Una delle tendenze più attuali è la crescente convergenza tra tecnologia e media tradizionali. I giganti tecnologici come Netflix e Amazon non si limitano più alla distribuzione dei contenuti, ma svolgono un ruolo attivo anche nella loro produzione, aumentando così la pressione competitiva. In risposta, le aziende dei media tradizionali hanno intensificato le loro attività di M&A non solo attraverso acquisizioni basate sulla scala, ma anche mediante operazioni cross-settoriali, i cosiddetti “scope deals”. Queste strategie consentono l’accesso a nuove tecnologie, competenze e modelli di business, permettendo alle aziende di ampliare la propria offerta e di rafforzare la competitività nel lungo periodo.

Disney rappresenta un esempio emblematico di tale strategia, passando da acquisizioni che danno vita a diversificazioni correlate orientate alle economie di scala, come quelle di Pixar e 21st Century Fox, o a investimenti strategici in nuovi mercati, attraverso diversificazioni con carattere maggiormente conglomerale, come dimostrato dalla recente partecipazione in Epic Games, noto sviluppatore di *Fortnite*. Questo approccio consente di ampliare e valorizzare il portafoglio di proprietà intellettuali (IP), monetizzandole e sfruttandole attraverso nuove piattaforme come videogiochi e realtà immersive, generando così fonti di ricavi diversificate e stabili nel tempo (Bain, 2025).

Un altro caso rilevante è quello di Sony Pictures Entertainment, che ha acquisito la catena cinematografica Alamo Drafthouse, espandendo così la propria presenza nel settore dell’intrattenimento e sfruttando sinergie operative e commerciali lungo la catena del valore cinematografica. Queste operazioni mostrano chiaramente come le aziende dei media tradizionali si stiano orientando verso modelli integrati, capaci di rispondere in modo efficace alla frammentazione dei consumi e all’esigenza di generare ricavi da più fonti.²⁶

Tuttavia, le operazioni cross-settoriali comportano anche numerose criticità, in particolare in termini di integrazione operativa e culturale. Il conseguimento di sinergie di ricavo richiede un processo di due diligence estremamente approfondito. A tal fine, strumenti avanzati come le “data clean rooms” e analisi approfondite sui comportamenti

²⁶ Bain & Company, *Media and Entertainment M&A Report 2025*, <https://www.bain.com/insights/media-and-entertainment-m-and-a-report-2025/>

dei consumatori sono indispensabili per valutare con precisione i benefici potenziali legati al cross-selling e alla riduzione dell'abbandono dei clienti.

Inoltre, un elemento cruciale per il successo di tali operazioni è la gestione delle culture aziendali e delle risorse umane coinvolte. Le differenze culturali e operative tra imprese provenienti da settori diversi possono rappresentare ostacoli significativi al processo di integrazione. È dunque fondamentale adottare strategie adeguate che bilancino l'armonizzazione delle pratiche aziendali con la valorizzazione delle specificità culturali che costituiscono un vantaggio competitivo per le società coinvolte.

Per affrontare con successo queste sfide, le imprese devono adottare modelli organizzativi che favoriscano l'integrazione interfunzionale. Promuovere una cultura organizzativa improntata all'integrazione e alla comunicazione tra i diversi dipartimenti consente di massimizzare le sinergie derivanti dalle operazioni di M&A, migliorando l'efficacia operativa e strategica.

Le implicazioni economiche delle M&A cross-settoriali sono altrettanto rilevanti. Sebbene tali operazioni possano generare benefici economici significativi nel lungo termine, richiedono elevati investimenti iniziali e comportano rischi finanziari rilevanti, soprattutto nel breve periodo. Di conseguenza, la gestione efficace del debito e l'ottimizzazione della struttura finanziaria delle nuove entità diventano elementi cruciali per la sostenibilità di tali transazioni.

Alla luce di queste tendenze, risulta evidente come il settore dei media e dell'intrattenimento si stia progressivamente orientando verso modelli sempre più complessi e integrati. Se da una parte le acquisizioni cross-settoriali offrono la possibilità di esplorare nuove frontiere tecnologiche e di mercato, dall'altra comportano sfide significative sempre maggiori nella gestione del cambiamento organizzativo, nell'integrazione delle nuove tecnologie e nella capacità di anticipare e rispondere ai bisogni emergenti che sempre più caratterizzano il mercato dei consumatori.

Le aziende che sapranno interpretare correttamente questi segnali e adattare rapidamente la loro strategia acquisitiva e operativa saranno in grado di non solo consolidare la propria

posizione competitiva, ma anche di guidare l'innovazione e stabilire nuovi standard di mercato nel settore media.

CAPITOLO 3

Il Caso Warner Bros.Discovery

3.1 Contesto strategico: Discovery Inc. e WarnerMedia prima della fusione

Nel contesto contemporaneo dell'industria dei media e dell'intrattenimento, la fusione tra Discovery Inc. e WarnerMedia ha rappresentato un momento cruciale, sia per la sua portata sia per le implicazioni strategiche e operative. Durante la fase pre-fusione iniziata nel 2021, che ha preceduto l'operazione societaria completata nel 2022, le due aziende hanno seguito modelli di business distinti ma complementari, rispondendo ciascuna a esigenze di mercato sempre più convergenti. Il contesto competitivo sempre più segnato dalla digitalizzazione, dalla rapida proliferazione delle piattaforme di streaming e dalla crescente pressione esercitata dai colossi tecnologici ha spinto entrambe le realtà verso una strategia di consolidamento e rafforzamento, che ha condotto infine alla nascita di Warner Bros. Discovery.

Discovery Inc. si era affermata negli anni come leader globale nel settore dei contenuti non sceneggiati, costruendo il proprio vantaggio competitivo sulla produzione e distribuzione di factual entertainment. Il suo portafoglio includeva marchi fortemente riconoscibili come Discovery Channel, TLC, Food Network e HGTV, con una presenza in oltre 220 paesi e territori. L'approccio di Discovery era fondato su contenuti internazionalmente scalabili, a basso costo e in grado di coinvolgere pubblici di nicchia altamente fidelizzati. Dal punto di vista finanziario, la società ha chiuso il 2021 con ricavi pari a 12,2 miliardi di dollari, confermandosi un operatore stabile e redditizio, focalizzato sulla generazione di flussi di cassa costanti²⁷

²⁷ Discovery Inc. (2022). Annual Report 2021. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1437107/000143710722000031/disca-20211231.htm>

Al contrario, WarnerMedia rappresentava la divisione media di AT&T, uno dei principali conglomerati statunitensi. L'azienda disponeva di un portafoglio di contenuti premium, ampiamente noti e dal forte valore commerciale, comprendente brand come HBO, CNN, Warner Bros. Pictures, Cartoon Network e DC Comics. Nel 2021, WarnerMedia ha generato ricavi per circa 33,5 miliardi di dollari,²⁸ basando la propria offerta sulla creazione di contenuti sceneggiati di alta qualità, trasmessi sia tramite reti via cavo che attraverso la piattaforma direct-to-consumer HBO Max, lanciata nel 2020 per fronteggiare la concorrenza di Netflix, Amazon Prime Video e Disney+.

Pur presentando differenze editoriali, i due gruppi mostravano una significativa complementarità strategica. Discovery si distingueva per la capacità di gestire contenuti unscripted, a basso costo e di grande richiamo nei generi lifestyle, mentre WarnerMedia era riconosciuta per l'elevata qualità narrativa dei contenuti scripted. Inoltre, la vasta presenza internazionale di Discovery e la notorietà globale dei brand Warner costituivano una base ideale per la creazione di sinergie editoriali, distributive e tecnologiche.

Sul piano organizzativo, Discovery presentava una struttura più snella, fortemente orientata alla redditività, mentre WarnerMedia, pur disponendo di un patrimonio di asset più ampio, era vincolata a una governance più rigida e alle esigenze strategiche del gruppo AT&T. Quest'ultimo aveva integrato WarnerMedia all'interno di una visione convergente telecomunicazioni-media, con risultati però altalenanti e una limitata autonomia editoriale. Tali criticità gestionali, unite all'ingente debito accumulato da AT&T, hanno portato la multinazionale americana a riconsiderare il proprio posizionamento strategico, decidendo infine di scorporare la propria divisione media e aprire la strada alla fusione con Discovery.

Il contesto di riferimento era inoltre caratterizzato da una rapida evoluzione della catena del valore dei media, sempre più orientata verso modelli verticalmente integrati. La forte competitività generata dai grandi conglomerati tecnologici ha costretto le media company tradizionali ad accelerare i propri percorsi di crescita, sia in termini di dimensione operativa sia di diversificazione dell'offerta. In questo scenario, la fusione

²⁸ AT&T (2022). *Segment Information – WarnerMedia*. EX-99.2 <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1437107/000119312522066935/d290164dex992.htm>

tra WarnerMedia e Discovery è apparsa come una scelta naturale e inevitabile per affrontare l'ulteriore polarizzazione del mercato globale.

L'operazione, annunciata nel maggio 2021 e finalizzata nell'aprile 2022, ha previsto lo spin-off di WarnerMedia da AT&T e la successiva fusione con Discovery Inc., tramite una struttura nota come Reverse Morris Trust. La nuova entità, Warner Bros. Discovery, è stata concepita per unire le competenze editoriali, creative e distributive dei due gruppi, raggiungendo una scala operativa e una presenza sul mercato tali da posizionarla tra i leader globali del settore media.

Il presente paragrafo introduce le due sottosezioni successive (3.1.1 e 3.1.2), dedicate all'approfondimento del posizionamento strategico e dei dati economico-finanziari delle due società prese singolarmente prima della fusione. L'obiettivo è fornire una visione d'insieme della loro posizione iniziale, evoluzione e delle motivazioni industriali ed economiche che hanno portato alla creazione di Warner Bros. Discovery.

3.1.1 Discovery Inc.: il leader del factual entertainment

Introduzione e Profilo Generale

Alla vigilia della fusione con WarnerMedia, Discovery Inc. si presentava come uno dei principali conglomerati mediatici a livello globale, attivo nella produzione e distribuzione di contenuti non sceneggiati, anche noti come factual entertainment. Fondata nel 1985 e con sede a New York, l'azienda aveva sviluppato negli anni un modello di business solido e facilmente scalabile, fondato su un portafoglio di marchi fortemente riconoscibili come *Discovery Channel*, *HGTV*, *TLC*, *Food Network*, *Animal Planet* e *Investigation Discovery*. La programmazione offerta da questi canali—centrata su documentari, contenuti lifestyle e factual si rivolgeva a un pubblico vasto e fidelizzato, distribuito su scala globale. La portata internazionale dell'azienda era infatti considerevole: i suoi contenuti erano disponibili in oltre 220 paesi e territori, tradotti in più di 50 lingue e distribuiti su una pluralità di piattaforme lineari e digitali¹.

La strategia aziendale di Discovery si distingueva nettamente da quella dei grandi studi hollywoodiani e dei colossi dello streaming, in quanto focalizzata su contenuti più semplici da produrre e meno costosi, ma in grado di generare valore grazie all'elevata replicabilità e all'ampio appeal trasversale. Questo approccio ha consentito all'azienda di adottare un modello operativo flessibile, con margini interessanti e una capacità di adattamento superiore alla media del settore. I bassi costi di produzione, uniti alla forza dei brand e alla capillarità distributiva, hanno reso Discovery un operatore mediatico altamente efficace e sostenibile dal punto di vista economico.

Il Lancio di *discovery+*

Nel 2021, Discovery ha compiuto un salto strategico significativo con il lancio globale della piattaforma di streaming *discovery+*, avvenuto nel mese di gennaio. L'ingresso nel segmento direct-to-consumer ha rappresentato un punto di svolta per l'azienda, che fino a quel momento operava principalmente tramite la concessione in licenza dei propri canali a distributori terzi e attraverso i ricavi pubblicitari. L'approdo allo streaming è stato una risposta diretta alla crescente digitalizzazione del consumo mediale e alla necessità di costruire un rapporto più diretto con l'utente finale, sull'onda del successo di piattaforme come Netflix e Disney+. Nei primi mesi di attività, *discovery+* ha registrato risultati incoraggianti, con circa 13 milioni di abbonati attivi a livello globale e una base utenti in costante crescita, in particolare nei mercati europeo e nordamericano.²⁹

Risultati Finanziari nel 2021

Dal punto di vista finanziario, Discovery ha concluso l'esercizio 2021 con risultati molto positivi. I ricavi sono stati pari a 12,2 miliardi di dollari, in aumento rispetto ai 10,7 miliardi dell'anno precedente. L'Adjusted OIBDA (Operating Income Before Depreciation and Amortization) è stato pari a circa 3,8 miliardi di dollari, a conferma

²⁹ Discovery Inc. (2021b). *Form 10-K – discovery+ Subscriber Data*. U.S. Securities and Exchange Commission.

della solidità della gestione operativa. Ancora più rilevante è stato il livello di generazione di cassa: il free cash flow dell'anno ha superato i 2,4 miliardi di dollari, con un tasso di conversione elevato rispetto al margine operativo, segnale di un'efficienza finanziaria significativa. L'indebitamento netto, pari a circa 15 miliardi di dollari, risultava pienamente sostenibile, con un rapporto debito netto/OIBDA gestibile, condizione che posizionava l'azienda come candidato ideale per una potenziale operazione di fusione strategica.

	Year Ended December 31,			
	2021	2020	% Change	
Net income available to Discovery, Inc.	\$ 1,006	\$ 1,219	(17)%	
Net income attributable to redeemable noncontrolling interests	53	12	NM	
Net income attributable to noncontrolling interests	138	124	11 %	
Income tax expense	236	373	(37)%	
Income before income taxes	1,433	1,728	(17)%	
Other (income) expense, net	(82)	(42)	95 %	
Loss from equity investees, net	18	105	(83)%	
Loss on extinguishment of debt	10	76	(87)%	
Interest expense, net	633	648	(2)%	
Operating income	2,012	2,515	(20)%	
Depreciation and amortization	1,582	1,359	16 %	
Impairment of goodwill and other intangible assets	—	124	NM	
Employee share-based compensation	167	99	69 %	
Restructuring and other charges	32	91	(65)%	
Transaction and integration costs	95	6	NM	
(Gain) loss on disposition	(71)	2	NM	
Adjusted OIBDA	\$ 3,817	\$ 4,196	(9)%	
Adjusted OIBDA				
U.S. Networks	3,940	3,975	(1)%	
International Networks	494	723	(32)%	
Corporate, inter-segment eliminations, and other	(617)	(502)	23 %	
Adjusted OIBDA	\$ 3,817	\$ 4,196	(9)%	

³⁰Tabella [1]. Discovery Inc. (2021). *Annual Report 2021*.

Nonostante le prospettive positive, Discovery si trovava di fronte a sfide rilevanti. Il mercato dello streaming, sempre più competitivo e dominato da colossi dotati di risorse finanziarie enormi, stava alzando progressivamente il livello minimo di scala e investimento necessario per competere. La frammentazione dell'audience, l'inflazione dei costi per i contenuti e la necessità di sviluppare tecnologie proprietarie all'altezza dei concorrenti richiedevano un salto dimensionale che Discovery, da sola, avrebbe potuto avere difficoltà a compiere.

³⁰ Dati estratti da Discovery Inc. (2021). *Annual Report 2021*.

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1437107/000143710722000031/disca-20211231.htm>

3.1.2 WarnerMedia: un gigante dei contenuti premium

Prima della fusione con Discovery Inc., WarnerMedia rappresentava una delle realtà più complesse, ricche e strutturate del sistema mediatico globale. Le sue origini risalgono all'eredità di Time Warner, un tempo uno dei conglomerati mediatici più influenti al mondo. WarnerMedia è entrata a far parte del colosso delle telecomunicazioni AT&T nel 2018, attraverso un'acquisizione del valore di circa 85 miliardi di dollari. La missione pubblicamente dichiarata da AT&T era quella di integrare contenuti e infrastrutture distributive in una strategia verticalmente integrata, capace di competere a livello globale in uno scenario segnato dall'ascesa delle piattaforme digitali e dal progressivo smantellamento dei paradigmi televisivi tradizionali. Tuttavia, nel giro di tre anni, questa visione si è dimostrata insostenibile e inefficace, aprendo la strada alla decisione di scorporare WarnerMedia e consentirne la fusione industriale con Discovery.

Il punto di forza principale di WarnerMedia risiedeva nella profondità e nel valore delle sue proprietà intellettuali, nella capacità produttiva consolidata e nella qualità elevatissima dei contenuti scripted. Il portafoglio aziendale includeva marchi leggendari come HBO, Warner Bros. Pictures, DC Entertainment, Cartoon Network, CNN, TNT, TBS, truTV e Adult Swim, tra gli altri. HBO, in particolare, rappresentava un riferimento globale per l'eccellenza televisiva, noto per la produzione di serie originali di successo mondiale come *Game of Thrones*, *Succession*, *Euphoria* e *The Sopranos*. Warner Bros., a sua volta, era tra i più grandi studi cinematografici e televisivi al mondo, con radici che risalgono all'inizio del Novecento e un catalogo senza pari che comprendeva franchise multimiliardari come *Harry Potter*, *Batman*, *The Matrix* e molti altri.

A livello strategico, l'integrazione con AT&T avrebbe dovuto favorire una sinergia tra contenuti e rete, permettendo un'offerta combinata in grado di fidelizzare i clienti attraverso pacchetti congiunti di connettività e contenuti multimediali. In pratica, tuttavia, l'approccio top-down tipico del settore delle telecomunicazioni si è scontrato con la cultura creativa e più agile dell'industria mediatica. WarnerMedia non è riuscita a mantenere la flessibilità operativa necessaria per adattarsi agilmente ai cambiamenti di mercato, ostacolata da una governance complessa e dalle pressioni economiche di AT&T,

impegnata in investimenti massicci su 5G e fibra ottica. Ne sono derivate decisioni strategiche incoerenti e una perdita evidente di autonomia gestionale, che ha limitato la piena valorizzazione del potenziale creativo dell'azienda.

Nonostante queste criticità manageriali, i risultati finanziari della divisione prima della fusione sono rimasti solidi. Secondo i report ufficiali presentati da AT&T alla SEC, WarnerMedia ha concluso l'anno fiscale 2021 con ricavi totali pari a 33,472 miliardi di dollari, in crescita rispetto ai 28,146 miliardi del 2020. I ricavi da abbonamenti e servizi direct-to-consumer (incluso HBO Max) hanno superato i 12,5 miliardi di dollari, mentre quelli pubblicitari si sono attestati a 4,36 miliardi e quelli da licensing e distribuzione a 12 miliardi. Il risultato operativo è stato pari a 1,9 miliardi di dollari, in netto miglioramento rispetto all'anno precedente, a conferma della solidità degli asset core dell'azienda nonostante le difficoltà di coordinamento strategico.³¹

Uno degli sviluppi più significativi nella fase pre-fusione è stato il lancio della piattaforma di streaming *HBO Max*, avvenuto nel maggio 2020. Il servizio era stato concepito come offerta premium in un mercato OTT già saturo e rappresentava un impegno strategico fondamentale per il futuro della divisione media. *HBO Max* ha avuto un avvio progressivo ma promettente: alla fine del 2021, *HBO* e *HBO Max* contavano insieme circa 74 milioni di abbonati a livello globale, classificandosi al terzo posto per numero di utenti dopo Netflix e Disney+. Tuttavia, il modello economico della piattaforma era ancora in fase di consolidamento e la redditività non era stata raggiunta: i costi per contenuti, marketing e tecnologia risultavano molto elevati, e l'espansione richiedeva ulteriori investimenti.

All'interno di AT&T, *HBO Max* non ha ricevuto il supporto strategico integrato che inizialmente era stato previsto. Le sinergie attese tra rete e contenuti non si sono concretizzate, e la convivenza di due modelli di business molto diversi ha ridotto la capacità di esecuzione dell'unità media. A ciò si aggiungeva il profondo indebitamento strutturale di AT&T, che ha limitato le possibilità di investimento e la visione strategica di lungo termine. È in questo contesto che si è consolidata l'idea, all'interno del top

³¹ AT&T. (2022). *Segment Information – WarnerMedia*. EX-99.2. U.S. Securities and Exchange Commission.
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1437107/000119312522066935/d290164dex992.htm>

management di AT&T, di incorporare gli asset media e restituire loro autonomia, per liberarne il pieno potenziale industriale.

La decisione di procedere con una fusione strategica con Discovery Inc. è maturata proprio su queste basi. La combinazione con un'azienda specializzata in contenuti unscripted, dotata di una struttura operativa snella, forte presenza internazionale e una piattaforma DTC complementare, appariva come la soluzione migliore per riposizionare WarnerMedia in uno scenario di maggiore autonomia, intensità strategica e coerenza industriale. Per AT&T, lo spin-off ha rappresentato invece un'opportunità per ridurre il debito, rifocalizzarsi sul core business infrastrutturale e restituire valore agli azionisti.

Nel complesso, WarnerMedia alla vigilia della transazione si presentava come una potenza creativa e commerciale, dotata della library di contenuti più ampia del settore, un brand consolidato a livello globale e una piattaforma tecnologica in espansione. Tuttavia, era anche un'organizzazione alla ricerca di una governance più adatta alla logica ibrida dell'intrattenimento digitale. Per molti osservatori e analisti, l'acquisizione da parte di Discovery ha rappresentato una seconda occasione per liberare tutto il potenziale di una delle realtà mediatiche più prestigiose al mondo.

3.2 La fusione Discovery-WarnerMedia: struttura dell'operazione

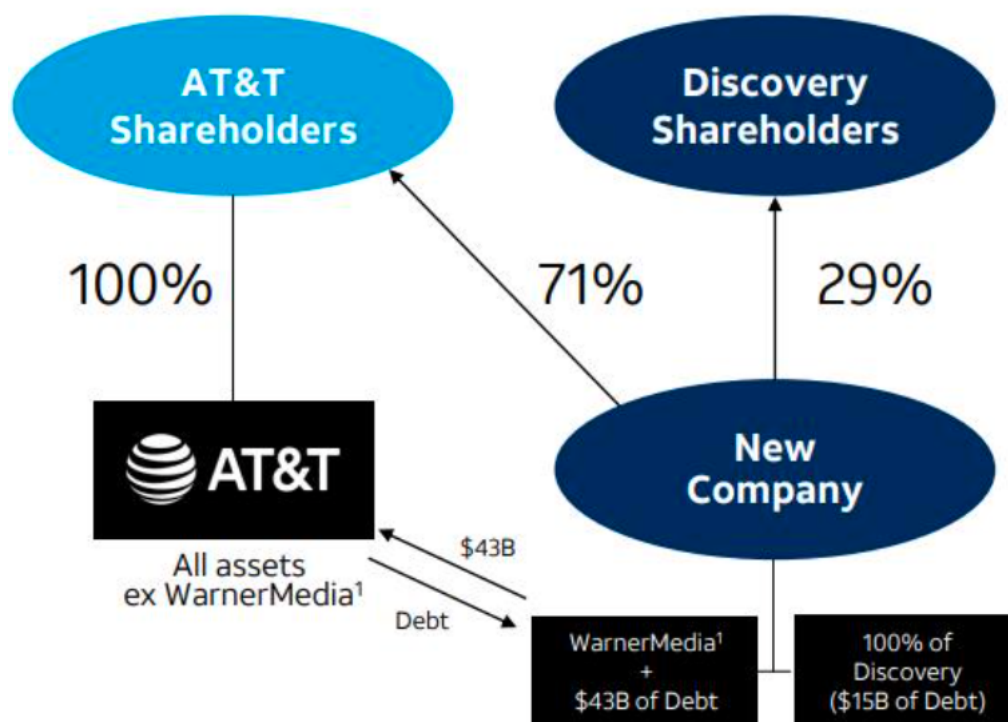
La combinazione tra Discovery Inc. e WarnerMedia, conclusa l'8 aprile 2022, rappresenta uno dei casi di M&A più leggendari degli ultimi anni nel settore dei media e dell'intrattenimento, sia per la portata finanziaria e industriale dell'operazione, sia per la raffinatezza tecnica e strategica che l'ha contraddistinta. Il risultato di questa combinazione è stata la formazione di Warner Bros. Discovery, un nuovo concorrente industriale e finanziario destinato a competere a livello globale nell'industria dello streaming digitale e della creazione di contenuti, uno spazio sempre più dominato da colossi tecnologici come Netflix, Amazon, Apple e Disney.

Alla base dell'operazione vi era una serie di motivazioni strategiche, economiche e operative, innescate da due assunti fondamentali: da un lato, la necessità per AT&T di uscire progressivamente dal business dei media per tornare al proprio core business nelle telecomunicazioni; dall'altro, la necessità per Discovery di accrescere la propria scala e le risorse di contenuti per diventare un contendente credibile nella guerra globale dello streaming. La convergenza di queste due direttrici strategiche ha plasmato una fusione industriale di ambizione senza precedenti, sia per ampiezza che per contenuto.

Afferma il comunicato stampa congiunto di Discovery e AT&T del 17 maggio 2021 che la transazione è stata realizzata tramite un cosiddetto Reverse Morris Trust (RMT), una strategia societaria e fiscale ampiamente utilizzata nel mercato statunitense per la cessione di un segmento di business e la sua fusione con un'altra società, mantenendo i vantaggi fiscali e minimizzando il carico tributario per gli azionisti interessati. In pratica, AT&T ha scorporato WarnerMedia e lo ha conferito a una nuova società temporanea (SpinCo), successivamente fusa con Discovery. Il risultato finale è stata la creazione di Warner Bros. Discovery, con una struttura azionaria secondo cui il 71% delle azioni della nuova società è stato assegnato agli azionisti di AT&T, e il restante 29% agli azionisti preesistenti di Discovery.³²

³² Discovery, Inc. & AT&T. (17 Maggio 2021). *Discovery and AT&T to Combine WarnerMedia and Discovery to Create a Standalone Company*.

Resulting Structure



³³Immagine [1]. Rastogi, K. (2023). *The blockbuster merger of Warner Media and Discovery*. *St. Gallen Financial Economics Review*.

L'aspetto più rilevante di questa operazione, sia dal punto di vista giuridico che fiscale, è proprio la scelta di applicare la struttura del Reverse Morris Trust. Si tratta di un veicolo tecnico previsto dal diritto societario statunitense che consente la fusione tra due società, una delle quali derivante da uno spin-off di una società madre senza conseguenze fiscali per gli azionisti. Il meccanismo richiede che gli azionisti della società madre originaria mantengano il controllo della nuova società risultante dalla fusione per qualificarsi come riorganizzazione fiscalmente neutra.

Nel caso specifico, AT&T ha creato una società veicolo (SpinCo), alla quale ha conferito WarnerMedia. SpinCo è stata poi fusa con Discovery Inc., e la nuova Warner Bros. Discovery è stata costituita. Gli azionisti di AT&T hanno ricevuto circa il 71% delle

³³ Rastogi, K. (2023). *The blockbuster merger of Warner Media and Discovery*. *St. Gallen Financial Economics Review*.

azioni della nuova società, soddisfacendo così il requisito della “continuità di interesse” previsto dalla normativa fiscale statunitense per una riorganizzazione esente da imposte.

Il principale vantaggio di un Reverse Morris Trust è che è fiscalmente neutro: la transazione non costituisce una vendita ai fini fiscali e quindi non genera plusvalenze tassabili per AT&T o per i suoi azionisti. Strategicamente, il RMT consente a una società di liberarsi di un’unità di business non core (media, per AT&T) non mediante una vendita, ma combinandola con un partner industriale (Discovery) in un formato di creazione di valore. Questo modello è già stato impiegato in operazioni complesse negli Stati Uniti, ad esempio nella combinazione di Verizon con Frontier Communications o di Lockheed Martin con il business dei servizi IT di IBM.

Nel caso della combinazione Discovery-WarnerMedia, il Reverse Morris Trust si è rivelato il miglior mezzo per garantire il massimo valore agli azionisti di AT&T, assicurando al contempo che un asset strategicamente rilevante rimanesse in mani amiche senza incorrere nei costi e nei rischi di una dismissione tradizionale.

Questa transazione ha permesso ad AT&T di raggiungere due obiettivi contemporaneamente: cedere un asset strategicamente non coerente, e realizzare valore dall’attività attraverso un incasso di 43 miliardi di dollari, ricevuti in contanti, assunzione di debito da parte della nuova entità e presa in carico di alcune passività. L’accordo ha significativamente ridotto il debito netto di AT&T, consentendo all’azienda di rifocalizzarsi sul proprio core business infrastrutturale, 5G e fibra ottica, ambiti considerati cruciali per la sua competitività di lungo termine.

Discovery, dal canto suo, ha colto un’opportunità rara di crescita nel segmento dei media digitali. Nonostante un solido portafoglio di contenuti nell’ambito dell’intrattenimento non scriptato, l’azienda non era abbastanza grande da costituire una minaccia diretta alle principali piattaforme OTT. La sua integrazione con WarnerMedia ha offerto accesso immediato a una preziosa libreria di contenuti scriptati con brand prestigiosi che includono HBO, Warner Bros., DC, CNN e Cartoon Network. Si è trattato di un’espansione di scala e portata senza precedenti per Discovery, realizzata non attraverso una tradizionale acquisizione premium in contanti, ma tramite una fusione azionaria che ha garantito continuità operativa a entrambe le parti.

Dal punto di vista temporale, la transazione è stata realizzata in una serie di fasi, tutte rese pubbliche tramite depositi presso la United States Securities and Exchange Commission (SEC). Dall’annuncio del maggio 2021, Discovery e AT&T hanno impiegato circa undici mesi per ottenere le necessarie autorizzazioni regolatorie, tra cui quelle della U.S. Federal Trade Commission (FTC), del Department of Justice, della Commissione Europea e di altre autorità nazionali competenti. L’accordo è stato concluso l’8 aprile 2022 e, secondo i termini dell’accordo, le azioni di Warner Bros. Discovery hanno iniziato a essere scambiate sul Nasdaq con il simbolo “WBD” a partire dall’11 aprile 2022.³⁴

Warner Bros. Discovery ha debuttato come gigante con circa 41 miliardi di dollari di ricavi consolidati pro forma (2021) e oltre 49 miliardi di dollari di debito netto. La libreria di contenuti dell’azienda spaziava in ogni genere, fascia demografica e piattaforma distributiva. Operava tramite tre segmenti principali: Studios (Warner Bros. Pictures e Warner Bros. Television), Networks (reti televisive lineari come CNN, HGTV, TLC, TBS e Discovery Channel) e Direct-to-Consumer (HBO Max e discovery+). Il modello era ibrido, con ricavi provenienti da abbonamenti, pubblicità, licensing, distribuzione cinematografica e video on demand transazionale (TVOD), con un’enfasi crescente sul direct-to-consumer, considerato il principale motore di crescita futuro.

L’elemento più osservato della fusione è stato il profilo debitorio della società combinata. Nel report degli utili del secondo trimestre 2022 di Warner Bros. Discovery, il debito lordo post-fusione era pari a 53 miliardi di dollari, con un rapporto di leva stimato intorno a 5 volte l’EBITDA rettificato. Il CFO Gunnar Wiedenfels ha comunicato agli investitori che l’obiettivo dell’azienda era ridurre tale rapporto a 2,5–3,0 volte entro la fine del 2024, tramite una combinazione di sinergie operative e disciplina finanziaria rigorosa. Questa strategia ha incluso la razionalizzazione della spesa per i contenuti, la sospensione di progetti economicamente insostenibili (come il film già girato *Batgirl*) e la chiusura del servizio streaming CNN+ poche settimane dopo il lancio. Sebbene questi tagli siano stati criticati, il management li ha giustificati come necessari per riallineare l’azienda a una logica industriale di lungo periodo.³⁵

³⁴ Discovery, Inc. & AT&T. (8 Aprile 2022). *Warner Bros. Discovery Begins Trading on Nasdaq*.

³⁵ Warner Bros. Discovery. (4 Agosto 2022). *Q2 2022 Earnings Report*.

Strategicamente, la visione di Warner Bros. Discovery si basa su una catena del valore dei media che non si limita alla creazione di contenuti, ma prevede la creazione di ecosistemi narrativi in grado di generare engagement tra i fan, merchandising, eventi dal vivo, spin-off e monetizzazione cross-platform. A tal fine, il gruppo ha annunciato piani per sfruttare al massimo le proprie proprietà intellettuali più forti come DC Comics, Harry Potter e Game of Thrones tramite una gestione più integrata, iniziative cross-media e la creazione di comunità di fan dedicate.

In sintesi, la fusione tra Discovery e WarnerMedia rappresenta un caso di studio esemplare per comprendere le nuove logiche di consolidamento strategico nel settore dell'intrattenimento digitale. Il testo originale è stato riscritto nella forma sopra riportata. Ha illustrato come l'uso intelligente di strumenti finanziari e giuridici, unito a una solida strategia industriale e a un'esecuzione controllata, possa portare alla creazione di un contendente competitivo su scala globale. Le sfide rimangono rilevanti: controllo del debito, assimilazione culturale e tecnologica, e una strategia coerente in un mercato in continua evoluzione. Tuttavia, la struttura dell'operazione offre una base solida per spiegare, nelle sezioni successive, i termini tecnici dell'operazione e le metodologie di valutazione utilizzate per determinarne il valore atteso.

3.2.1 Spin-off, acquisizione e fusione inversa: la combinazione delle parti

La struttura dell'accordo che ha dato origine a Warner Bros. Discovery è tra le più complesse e innovative mai realizzate nel settore dei media e dell'intrattenimento, non solo per la sua rilevanza strategica e industriale, ma anche per la sofisticazione giuridica e tecnica degli strumenti impiegati. Il formato dell'operazione ha seguito un percorso in tre fasi che ha previsto uno spin-off, un'acquisizione e una fusione inversa, il tutto all'interno delle linee guida normative e fiscali della cosiddetta struttura del Reverse Morris Trust (RMT). Ciascuna di queste fasi merita un esame approfondito, in quanto rappresenta un ingranaggio importante nel meccanismo che ha reso l'operazione un successo.

Il primo elemento da considerare è lo spin-off, un metodo di ristrutturazione societaria in cui una società madre scorpora una business unit o divisione, costituendola come entità giuridica indipendente. La dismissione può essere motivata da una varietà di ragioni strategiche: promuovere la trasparenza, focalizzarsi meglio sul core business, liberare valore latente, oppure facilitare operazioni straordinarie future come fusioni o dismissioni. Nella prassi statunitense, uno spin-off è "esente da imposte" se rispetta i requisiti della Sezione 355 dell'Internal Revenue Code—ovvero, deve essere realizzato per valide finalità aziendali, e gli azionisti della società madre devono ricevere le azioni della nuova società in proporzione alle loro partecipazioni precedenti. In questo caso, AT&T ha effettuato lo spin-off di WarnerMedia, separando tutti i suoi asset nel settore media: HBO, CNN, Warner Bros. Pictures e DC Comics, a favore di una nuova società provvisoriamente denominata "SpinCo". La separazione ha permesso ad AT&T di disaccoppiare WarnerMedia dal suo core business nelle telecomunicazioni, conferendo a quest'ultima maggiore autonomia gestionale e spianando la strada a una futura fusione con Discovery.³⁶

Lo spin-off è stato particolarmente strategico per AT&T: ha liberato l'azienda da un asset non più centrale rispetto al proprio core industriale, predisponendo al contempo l'operazione per una transazione fiscalmente neutra. Diversamente da una vendita diretta, la quale sarebbe stata soggetta a tassazione sulle plusvalenze e potenzialmente a controversie antitrust, lo spin-off ha fornito un meccanismo flessibile, discreto ed efficiente dal punto di vista fiscale per uscire dal business dei media senza creare discontinuità operativa né perdita di valore industriale.³⁷

La seconda componente rilevante della struttura è stato l'accordo di acquisizione tra SpinCo (che ormai incorporava WarnerMedia) e Discovery Inc. Dal punto di vista strategico, questa fase ha consentito a Discovery un'azienda con una lunga esperienza nei contenuti non scriptati e nei canali tematici globali come Discovery Channel, Animal Planet, TLC e Food Network di migliorare in modo drastico la propria posizione competitiva, acquisendo accesso a contenuti premium, preziose librerie di proprietà intellettuale e un sistema distributivo globale già consolidato. È significativo osservare che, sebbene formalmente presentata come una fusione, da un punto di vista industriale e

³⁶ PwC. (2022). *Tax considerations in Reverse Morris Trust transactions*. PricewaterhouseCoopers LLP.

³⁷ *Harvard Business Review*. (2022). *Why AT&T's WarnerMedia Spinoff Was Necessary*.

strategico si è trattato di fatto di un'acquisizione, in cui Discovery ha assunto il controllo operativo della nuova entità combinata. A conferma di ciò vi è la nomina del CEO di Discovery, David Zaslav, come amministratore delegato di Warner Bros. Discovery, con piena supervisione esecutiva.

Questa acquisizione è stata realizzata in maniera non convenzionale—non tramite acquisto in contanti delle quote, ma attraverso un'operazione basata su scambio azionario. Si tratta di una modalità tipica per le fusioni tra grandi gruppi, utile per evitare l'impiego di ingenti riserve di liquidità e per mantenere un livello di indebitamento gestibile. In questo caso, agli azionisti di AT&T sono state assegnate azioni rappresentanti il 71% del capitale sociale di Warner Bros. Discovery, mentre gli azionisti di Discovery hanno mantenuto il 29% rimanente.³⁸

Il terzo elemento tecnico è stato la fusione inversa, una forma peculiare di fusione societaria in cui la società target (SpinCo) si fonde legalmente con la società acquirente (Discovery), anche se quest'ultima è la parte che esercita il controllo economico. La fusione inversa è stata necessaria per rispettare i requisiti legali della struttura Reverse Morris Trust (RMT). Questo meccanismo, disciplinato dal diritto fiscale societario statunitense, consente a una società madre di incorporare un segmento aziendale e fonderlo con un partner operativo senza incorrere in imposte—purché gli azionisti della società madre originaria mantengano una quota di controllo nella nuova società risultante. La struttura prende il nome da una decisione dell'IRS del 1966 (Rev. Rul. 67-448), che ha posto le basi per il trattamento fiscale esente da imposte. In pratica, la fusione inversa è stata fondamentale per soddisfare il requisito della “continuità di interesse”, mantenendo il controllo della nuova società in mano agli azionisti di AT&T rendendo così possibile trattare la transazione come una riorganizzazione differita fiscalmente, e non come una vendita tassabile.³⁹

L'applicazione di una struttura simile ha portato numerosi vantaggi. Da un lato, ha permesso notevoli benefici fiscali, in quanto né AT&T né i suoi azionisti hanno dovuto pagare imposte sulle plusvalenze derivanti dalla cessione di WarnerMedia. Dall'altro, ha reso possibile un trasferimento ordinato del controllo industriale a Discovery, senza i

³⁸ *Financial Times*. (2022, April). *Discovery and AT&T complete WarnerMedia merger to create new streaming giant*.

³⁹ IRS. (1966). *Rev. Rul. 67-448*; *Deloitte Insights*. (2021). *Reverse Morris Trust explained: A path to tax-free divestitures*.

rischi associati a un'acquisizione ostile o a una cessione frazionata di asset. Inoltre, la fusione inversa ha fornito un veicolo tecnico che ha consentito alla nuova società di beneficiare del miglior status fiscale e operativo possibile, minimizzando le interruzioni manageriali e facilitando l'integrazione tra le due aziende.

Nel complesso, lo spin-off, l'acquisizione e la fusione inversa hanno lavorato sinergicamente per dar vita a un accordo calibrato con precisione, in grado di bilanciare obiettivi fiscali, strategici e operativi all'interno di un'unica transazione complessiva. Warner Bros. Discovery è entrata sul mercato con una struttura proprietaria equa, una governance condivisa, un portafoglio di contenuti senza pari e una strategia ambiziosa volta alla costruzione di un ecosistema narrativo globale. La nuova società ha assunto immediatamente una posizione di leadership nel settore dell'intrattenimento internazionale, anche grazie al fatto che la transazione ha evitato gli ostacoli tipici delle fusioni, come le rigidità fiscali o gli attriti culturali. Da questo caso emergono due insegnamenti fondamentali: da un lato, l'uso combinato di strumenti tecnici eterogenei può essere una leva potente per la massimizzazione della creazione di valore; dall'altro, il successo di una fusione non dipende soltanto dalla compatibilità industriale, ma anche dalla capacità di strutturare l'operazione in modo conforme ai vincoli giuridici, fiscali e regolatori.

3.2.2 Valutazione dell'operazione: metodi applicati e sinergie attese

La valutazione della fusione tra WarnerMedia e Discovery è il passaggio essenziale per comprendere la logica economica e finanziaria che ha spinto all'accordo e le ipotesi di creazione di valore alla base della formazione di Warner Bros. Discovery. Sebbene la struttura legale dell'operazione si sia basata su strumenti sofisticati come il Reverse Morris Trust, la determinazione appropriata del valore delle entità coinvolte ha richiesto l'applicazione di approcci valutativi complessi e a più fasi, in grado di cogliere sia gli asset materiali che le potenziali opportunità industriali. Da un punto di vista contabile, l'operazione è stata eseguita secondo i principi Statunitensi GAAP e, più specificamente, secondo quanto previsto dall'ASC 805, che disciplina le combinazioni aziendali. Secondo questa normativa, Discovery è stata considerata l'acquirente contabile, nonostante

WarnerMedia fosse economicamente e industrialmente più grande, poiché Discovery ha mantenuto il controllo della governance ed è stata responsabile dell'integrazione operativa post-fusione. Questo ha significato che era necessario determinare il fair value degli asset e delle passività di WarnerMedia alla data del closing, affinché potessero essere correttamente registrati nel bilancio consolidato della nuova società.

Il principale metodo di valutazione adottato è stato di tipo patrimoniale e prospettico, con un'analisi meticolosa del valore netto attuale degli asset tangibili e intangibili trasferiti. Dal lato materiale, sono stati esaminati beni come immobili, attrezzature e infrastrutture tecnologiche, mentre dal lato immateriale si è attribuito valore a vaste librerie di contenuti, marchi iconici come HBO, Warner Bros. e DC Comics, accordi di licenza, rapporti con affiliati e distributori, e al capitale umano acquisito. La differenza tra il valore azionario assegnato agli azionisti di AT&T e il fair value netto degli asset identificati ha generato un ingente goodwill, pari a 21,7 miliardi di dollari. Il goodwill riflette non solo la posizione di mercato dell'entità combinata, ma anche le sinergie e i benefici economici futuri che si riteneva la fusione avrebbe generato.⁴⁰

Accanto alla valutazione contabile, sono state condotte analisi finanziarie e industriali, utilizzando metodi basati su multipli di mercato, flussi di cassa stimati e benchmark di settore. I consulenti finanziari hanno evidenziato come l'operazione abbia creato una combinazione molto complementare, con la capacità di migliorare i fondamentali finanziari del nuovo gruppo. Warner Bros. Discovery ha iniziato la sua attività con ricavi consolidati pro forma superiori a 41 miliardi di dollari e un EBITDA rettificato di circa 10 miliardi, pur avendo un carico debitorio elevato. La sostenibilità di tale leva è stata giustificata proprio alla luce delle sinergie operative attese, che rappresentavano uno dei fattori chiave per comprendere la logica economica dell'operazione.

In effetti, le sinergie previste sono state uno dei principali motori del processo valutativo. Da un lato, il management prevedeva che vi sarebbero stati risparmi di costo considerevoli derivanti dalla ristrutturazione dell'organizzazione, dalla consolidazione della tecnologia e dalla razionalizzazione delle funzioni centrali. La razionalizzazione

⁴⁰ Warner Bros. Discovery Inc. (2023). *Form 10-K Annual Report*. U.S. Securities and Exchange Commission.

della rete di distribuzione, l'eliminazione delle duplicazioni tra le due entità e la fusione progressiva dei servizi di streaming HBO Max e Discovery+ erano tutte misure previste per ottenere risparmi annuali di circa 3 miliardi di dollari entro la fine del 2024.⁴¹ Dall'altro lato, erano previste anche sinergie di ricavo grazie all'espansione dell'offerta di contenuti, alla crescita della base di abbonati e all'espansione internazionale, sfruttando le proprietà intellettuali più preziose di entrambe le aziende. L'unione tra i contenuti scripted premium di WarnerMedia e la presenza estesa di Discovery nel factual e lifestyle ha creato un'offerta capace di raggiungere tutte le principali fasce demografiche e supportare un modello di monetizzazione multiplatforma basato su abbonamenti, licenze e pubblicità.

Nel progetto industriale presentato agli investitori, lo sviluppo delle sinergie era stato evidenziato come importante non solo per il miglioramento delle performance economiche del gruppo, ma anche per giustificare, in termini di creazione di valore, la dimensione e la scala dell'operazione. Il management ha dichiarato l'obiettivo di ridurre la leva finanziaria dell'azienda da circa 5 volte l'EBITDA a un intervallo compreso tra 2,5 e 3,0 entro la fine del 2024, da realizzarsi attraverso una gestione rigorosa dei costi, la razionalizzazione degli investimenti in contenuti e l'integrazione dei sistemi legacy. Anche decisioni controverse come la chiusura del servizio di streaming CNN+ poche settimane dopo il lancio sono state inquadrare in termini di fattibilità industriale di lungo periodo e di riallineamento strategico.⁴²

In definitiva, dunque, la valutazione della fusione WarnerMedia–Discovery ha dovuto essere un processo multidimensionale, capace di stimare non solo il valore storico e contabile delle parti, ma anche il valore futuro potenzialmente realizzabile attraverso la loro combinazione. Le sinergie, sia in termini di efficienze interne che di opportunità di mercato, sono state quantificate per convalidare la convinzione che la fusione avrebbe creato un nuovo leader globale dell'intrattenimento digitale. Il pieno raggiungimento di tali sinergie è, naturalmente, subordinato alla capacità del gruppo di affrontare le sfide dell'integrazione, mantenere la disciplina finanziaria e rispondere all'evoluzione costante

⁴¹Rastogi, K. (2024). *The Blockbuster Merger of WarnerMedia and Discovery*. St. Gallen Financial Economics Review.

⁴²Financial Times. (2022, August). *Warner Bros. Discovery to slash spending in search for merger savings*.

del mercato OTT, dove la competizione è sempre più guidata dalla qualità dei contenuti, dall'innovazione tecnologica e dalla capacità di fidelizzazione dell'utenza.

3.3 Impatti strategici e finanziari della fusione

L'acquisizione di WarnerMedia da parte di Discovery ha segnato un cambiamento di ampia portata nel panorama competitivo dell'industria dell'intrattenimento globale. L'operazione ha portato alla nascita della società Warner Bros. Discovery, che non si è limitata ad una semplice unificazione di due basi di abbonati o di due cataloghi di contenuti offerti: si è trattato di un profondo rimodellamento strategico su scala industriale, con conseguenze di vasta portata sul posizionamento di mercato del nuovo gruppo, così come sulla sua struttura finanziaria e organizzativa. I suoi effetti sono osservabili su più livelli: nella governance, nell'allocazione del capitale, nella gestione delle sinergie e, in senso più ampio, nel tentativo di costruire un modello sufficientemente sostenibile da poter competere in un ambiente di streaming saturo e altamente competitivo.

Strategicamente, la fusione ha offerto l'opportunità di unire competenze editoriali eterogenee e complementari, tentando di costruire un'offerta di contenuti più ampia, diversificata e competitiva. La consolidazione ha permesso al nuovo conglomerato di coprire simultaneamente diversi generi, migliorando la capacità di servire pubblici multiculturali e diversificando le fonti di ricavo in un ambiente in cui il pluralismo dell'offerta rappresenta un importante punto di forza competitivo.

Il piano strategico di Warner Bros. Discovery si è concentrato con attenzione sulla costruzione di un ecosistema integrato di contenuti e piattaforme attorno al servizio di streaming Max, nato dalla fusione tra HBO Max e Discovery+. L'obiettivo è quello di rendere Max il terzo player globale in un mercato attualmente controllato da Netflix e Disney+, puntando non solo sulla quantità, ma anche sulla varietà e qualità dei contenuti. Le economie di scala e di scopo raggiunte attraverso l'unificazione delle librerie, delle redazioni e delle piattaforme tecnologiche hanno mirato a un'esperienza utente più razionalizzata e coerente, nonché a una maggiore efficienza operativa. Tuttavia, come sottolineato da diversi analisti, la coesistenza di due identità culturali molto differenti:

quella di WarnerMedia, più cinematografica e autoriale, e quella di Discovery, più utilitaristica e mainstream che ha richiesto iniziative interne di armonizzazione “soft”, ancora in corso.⁴³

Dal punto di vista finanziario, la fusione ha avuto implicazioni ancora più immediate e rilevanti. Warner Bros. Discovery è nata in un contesto macroeconomico segnato da incertezza, inflazione crescente e tensioni nei mercati dei capitali. In questo scenario, la struttura finanziaria del nuovo conglomerato è emersa sin da subito come una delle sue principali vulnerabilità. La società è partita con circa 53 miliardi di dollari di debito netto e un leverage iniziale superiore a cinque volte l’EBITDA rettificato. Il rimborso del debito è stato subito identificato come una priorità manageriale, alla luce dell’aumento degli oneri finanziari e delle richieste di disciplina fiscale da parte degli investitori. Il piano di riduzione del debito, lanciato nei primi mesi successivi alla fusione, si è fondato sulla generazione di flussi di cassa operativi, sulla razionalizzazione delle spese per i contenuti e sulla gestione fiscale e patrimoniale. Come ha spiegato il CFO Gunnar Wiedenfels, l’obiettivo è ridurre il rapporto debito/EBITDA a un range tra 2,5x e 3,0x entro il 2024, attraverso strumenti concreti come la dismissione di asset non strategici, la cancellazione di produzioni a basso ritorno economico e la gestione dei costi fissi.⁴⁴

Contemporaneamente, la società ha avviato una riorganizzazione interna su vasta scala, suddividendo le principali attività in due divisioni distinte: Studios & Streaming da un lato, e Global Linear Networks dall’altro. Questa suddivisione riflette non solo una logica di specializzazione e competenza manageriale, ma anche un riconoscimento della natura duale del business, ancora legata alla televisione lineare e alla distribuzione tradizionale, ma fortemente orientata verso un futuro digitale.⁴⁵

Nonostante le difficoltà ereditarie dell’operazione—tra cui l’integrazione di culture organizzative differenti, l’intensificarsi della concorrenza nel settore dello streaming e la pressione degli investitori sui conti Warner Bros. Discovery ha mostrato segni di resilienza. Già nel 2023, il conglomerato ha riportato un miglioramento dei margini operativi, una crescita della base abbonati a livello globale e ricavi più stabili provenienti

⁴³ Campaign Asia. (2022). *How Warner Bros. Discovery is tackling growing pains post-merger*.

⁴⁴ Warner Bros. Discovery Inc. (2023). *Q4 2023 Earnings Call Transcript*. U.S. Securities and Exchange Commission.

⁴⁵ Financial Times. (2024). *Warner Bros Discovery restructures operations into two new divisions*.

dalle attività direct-to-consumer.⁴⁶ Per il futuro, il gruppo ha manifestato l'intenzione di ampliare la propria presenza internazionale provando a raggiungere nuove forme di monetizzazione, inclusi contenuti supportati dalla pubblicità (AVOD), licenze a terzi e partnership intersettoriali.

In termini più generali, la fusione tra WarnerMedia e Discovery ha avuto conseguenze profonde e diversificate, ridefinendo il profilo strategico e finanziario del gruppo. Da un lato, ha permesso la creazione di una piattaforma competitiva sostenibile nel lungo periodo; dall'altro, ha generato una serie di problemi sofisticati che richiedono eccezionali capacità manageriali, intelligenza strategica e coerenza operativa. Il successo di Warner Bros. Discovery nei prossimi anni dipenderà dalla sua capacità di trasformare le sinergie potenziali in risultati concreti, mantenendo un equilibrio virtuoso tra creatività, redditività e sensibilità all'evoluzione delle tendenze nell'industria dell'intrattenimento internazionale.

3.3.1 La nascita di Warner Bros. Discovery: nuovi obiettivi e criticità

La formazione di Warner Bros. Discovery, ufficialmente dichiarata nell'aprile 2022 con la fusione tra WarnerMedia e Discovery Inc., ha dato vita a una delle più grandi società al mondo nel settore dei media e dell'intrattenimento. L'intento alla base dell'operazione era chiaro: costruire un conglomerato capace di competere su scala globale con i colossi dello streaming Netflix, Disney e Amazon, attraverso una piattaforma integrata di contenuti di alto livello e strategie di distribuzione diversificate. La nuova entità, fin dalla sua nascita, si è proposta come un'unione di talento creativo e ampiezza editoriale, ma anche come un attore altamente esposto a rischi di natura finanziaria, strategica e operativa.

Uno degli obiettivi principali promossi dalla dirigenza al momento dell'annuncio della fusione è stato quello di semplificare la struttura aziendale e migliorare la redditività attraverso un controllo più rigoroso dei costi. L'unione tra WarnerMedia e Discovery ha

⁴⁶ Wall Street Journal. (2024). *Warner Bros. Discovery sees subscriber gains, progress in debt reduction efforts.*

richiesto un imponente processo di allineamento tra due realtà totalmente differenti: da un lato, un'azienda centrata su contenuti scriptati e ad alto budget, come le produzioni di HBO e Warner Bros.; dall'altro, una società a basso budget, più agile ed efficiente, con un focus su contenuti e produzioni non scriptati e una presenza internazionale preminente. Questa divergenza strutturale ha generato quasi immediatamente problemi organizzativi e culturali iniziali, con implicazioni marcate nella formulazione delle priorità industriali e nella gestione iniziale delle risorse umane.

Sul fronte operativo, una delle prime azioni della nuova dirigenza ha riguardato l'annuncio di un piano di sinergie volto a ottenere oltre 3 miliardi di dollari in risparmi. Questo obiettivo doveva essere raggiunto attraverso la semplificazione delle varie piattaforme di streaming, la sospensione o chiusura di contenuti non strategici, e la semplificazione del processo decisionale. Ciò ha scatenato un ampio dibattito sugli standard economici utilizzati nella valutazione dei contenuti. La logica di tali scelte era chiaramente orientata al contenimento del rischio e alla massimizzazione dell'efficienza, ma ha anche segnato un cambiamento di paradigma rispetto alla dirigenza precedente, la cui maggiore apertura ai costi creativi aveva recentemente contribuito all'eredità di un debito così elevato.

La nuova struttura societaria ha inoltre posto un'enfasi estremamente forte sull'efficienza finanziaria. Warner Bros. Discovery si è ritrovata con livelli di debito molto elevati, pari a circa 53 miliardi di dollari. Questo bilancio debitorio ha influenzato direttamente la maggior parte delle decisioni strategiche del gruppo nei primi due anni successivi alla fusione. La società è stata costretta a operare sotto crescenti pressioni da parte degli azionisti e dei mercati finanziari, avviando un programma di riduzione del debito che includeva la vendita di asset non strategici, il rinvio di nuove produzioni e un controllo più rigido dei costi operativi.

Dal punto di vista strategico, la questione più grande è stata e rimane tuttora quella di posizionare la nuova società come un attore globale in grado di generare profitti stabili e crescita organica, senza sacrificare la propria identità editoriale. In questo senso, Warner Bros. Discovery ha riallineato le sue attività in due unità generali: Studios & Streaming, comprendente contenuti e asset digitali, e Global Linear Networks, comprendente i canali

televisivi lineari. Questa suddivisione strutturale non solo promette maggiore chiarezza nei report finanziari, ma segnala anche una strategia aziendale integrata ma modulare, in cui modelli tradizionali e nuovi convivono accanto alla trasformazione guidata dal digitale.⁴⁷

Tuttavia, nonostante gli sforzi delle riforme intraprese, persistono diverse problematiche importanti. Tra queste, il bilanciamento tra efficienza economica e innovazione editoriale, la gestione di un portafoglio di marchi ampio ma eterogeneo, e la necessità di distinguersi in un mercato dei contenuti sovraffollato in cui la fedeltà del pubblico diventa sempre più difficile da conquistare. Inoltre, la concorrenza dei player nativamente digitali, più sperimentali e agili, continua a spingere il gruppo verso ulteriori sviluppi strategici e tecnologici.

In conclusione, la nascita di Warner Bros. Discovery ha segnato un nuovo capitolo nell'evoluzione del business dei media, ricco tanto di potenziale quanto di complesse necessità gestionali. Per quanto il gruppo detenga asset editoriali, infrastrutture e marchi di valore globale, resta da dimostrare appieno la sua capacità di fondere tali componenti in una visione industriale integrata, sostenibile e competitiva. Il suo successo dipenderà fortemente dalla capacità della leadership di riconciliare disciplina fiscale con aspirazioni innovative, sfruttando appieno le sinergie interne senza compromettere l'unicità dei propri contenuti.

3.3.2 Sfide competitive nel mercato dello streaming globale

Il mercato mondiale dello streaming è attualmente caratterizzato da una concorrenza intensa, da uno stadio di maturità avanzato e da un crescente livello di concentrazione. In questo contesto, l'acquisizione di WarnerMedia da parte di Discovery va interpretata come un processo di riassetto strategico volto a rafforzare la rilevanza industriale e ad accrescere la competitività dell'azienda. In seguito all'operazione straordinaria conclusa nel 2022, Warner Bros. Discovery ha dovuto affrontare un insieme complesso di sfide

⁴⁷ Financial Times. (2024). *Warner Bros. Discovery restructures operations into two new divisions*.

legate alla sostenibilità economica del modello direct-to-consumer (DTC), alle disparità competitive rispetto ai conglomerati tecnologici verticalmente integrati e alla riorganizzazione strutturale della governance e del sistema di creazione del valore.

Dal punto di vista dell'analisi competitiva, la saturazione relativa dell'offerta rispetto alla domanda marginale nei mercati globali target costituisce una delle criticità più rilevanti. L'elasticità del prezzo per gli abbonati, combinata con livelli strutturalmente elevati di churn, ha eroso la redditività del settore. In questo scenario, la strategia post-fusione di Warner Bros. Discovery si è focalizzata sulla semplificazione del portafoglio e sull'adozione di una politica di diversificazione strategica finalizzata a ridurre la volatilità dei ricavi e ad aumentare la resilienza operativa.⁴⁸

La nuova struttura societaria dell'azienda introduce una netta distinzione tra attività consolidate a generazione di cassa (come la televisione lineare e il licensing globale) e asset orientati alla crescita ma strutturalmente più rischiosi (come il servizio streaming Max e la produzione di contenuti di fascia alta). Questa divisione consente l'adozione di strategie di allocazione del capitale per driver di valore differenziati: da un lato, limitare gli investimenti in contenuti attraverso il riutilizzo della proprietà intellettuale e il controllo dei costi; dall'altro, sviluppare selettivamente proprietà cross-piattaforma con potenziale di ritorni incrementali tramite monetizzazione streaming, licensing, eventi live e merchandising. Tale strategia, coerente con i principi della diversificazione correlata, mira a generare flussi di cassa operativi consolidati stabili e alla creazione di valore per l'azionista nel lungo termine.

In ottica di valutazione, la presenza di linee di business con differenti profili di rischio e rendimento ha comportato la necessità di adottare metriche segmentate. La redditività operativa dell'area linear TV, ad esempio, ha continuato a garantire margini EBITDA positivi nonostante la contrazione del pubblico, grazie a contratti pubblicitari pluriennali e costi marginali contenuti. Al contrario, l'area DTC è rimasta in perdita operativa fino al 2023, con un EBITDA adjusted negativo, giustificato da una fase ancora transitoria di investimento e sviluppo. Questo dualismo operativo richiede una gestione attenta della

⁴⁸ Warner Bros. Discovery Inc. (2024). *Earnings Presentation Q1 – Segment Results and Strategic Outlook*.

struttura patrimoniale e una coerenza nell'allocazione del capitale tra imperativi di solvibilità di breve termine e obiettivi di crescita di lungo periodo.⁴⁹

Un secondo aspetto centrale della strategia di Warner Bros. Discovery è stata la diversificazione geografica. Sebbene l'azienda presenti un mix di ricavi relativamente diversificato tra Stati Uniti ed estero, il mercato domestico rappresenta ancora oltre il 60% dei ricavi consolidati esponendo il gruppo alla ciclicità macroeconomica e a una concorrenza interna particolarmente aggressiva. In risposta, la società ha accelerato la crescita nelle regioni EMEA, LATAM e Asia-Pacifico attraverso streaming, joint venture e produzione di contenuti locali. L'obiettivo di questa spinta all'internazionalizzazione è duplice: da un lato aumentare la penetrazione del mercato e la scalabilità dei contenuti; dall'altro, ridurre il rischio paese e guidare il riequilibrio dei flussi di ricavo.

Dal punto di vista del benchmarking competitivo, Warner Bros. Discovery si confronta con concorrenti strutturalmente differenti come Amazon e Apple, i cui modelli operativi superano la logica della sola redditività diretta del segmento media. Queste imprese adottano modelli multi-business che consentono loro di praticare politiche di prezzo aggressive e sostenere una redditività differita nello streaming grazie ai profitti generati da settori adiacenti (es. cloud computing, e-commerce, hardware). Warner Bros. Discovery, non disponendo di un'integrazione verticale comparabile, è relativamente svantaggiata in termini di leva finanziaria, controllo dei dati utente e scalabilità tecnologica. Di conseguenza, la società ha attivato partnership selettive con fornitori tecnologici e ha perseguito una strategia asset-light in specifiche aree della catena del valore, al fine di colmare parzialmente tali gap competitivi.

A livello di investimenti in capitale, la fusione ha richiesto la riconciliazione di politiche finanziarie differenti. La gestione post-fusione ha adottato vincoli di spesa più severi, dismissioni selettive e un progressivo spostamento della strategia di investimento in contenuti da un approccio orientato alla quantità a uno guidato dal ritorno sull'investimento. In un contesto caratterizzato da un costo del capitale crescente, il gruppo si è orientato verso un'allocazione più prudente delle risorse, privilegiando proprietà intellettuali a lungo ciclo di vita, opportunità di monetizzazione secondaria e contenuti con potenziale di franchising.

⁴⁹ McKinsey & Company. (2022). *The future of video entertainment: Immersive, gamified, and diverse*. <https://www.mckinsey.com/featured-insights/the-next-normal/video-entertainment>

In sintesi, le sfide competitive che Warner Bros. Discovery affronta nel mercato globale dello streaming vanno ben oltre la competizione di contenuto e di prezzo. Esse riguardano problematiche strutturali relative alla sostenibilità del modello DTC, all'integrazione e alla valutazione di asset diversificati e alla governance efficace di un modello di business ibrido e multi-segmento. Solo dimostrando disciplina finanziaria, diversificazione basata su evidenze e un'architettura operativa scalabile, il gruppo potrà mantenere il proprio vantaggio competitivo e massimizzare il valore per gli stakeholder nel lungo periodo.

3.4 Risultati e considerazioni: il caso Warner Bros. Discovery come modello di M&A

La fusione tra WarnerMedia e Discovery, che ha dato vita a Warner Bros. Discovery, è senza dubbio un caso di punta nella storia delle recenti operazioni straordinarie. Non solo per la portata della transazione o per la fama dei marchi coinvolti, ma soprattutto per le conseguenze strategiche, operative e finanziarie che ne sono derivate. A oltre due anni dalla finalizzazione della fusione, è possibile guardare a ritroso al successo dell'operazione e, più in generale, valutare se e in che misura essa possa costituire un modello di riferimento per operazioni di M&A future nel settore dei media e oltre.

Un primo punto che va menzionato fin dall'inizio è lo scopo dell'operazione, che è stato inequivocabilmente di natura industriale, piuttosto che speculativa. Non si è trattato di una classica acquisizione incentrata esclusivamente sulla creazione di valore per gli azionisti nel breve termine, ma di una vera e propria iniziativa di trasformazione strategica. AT&T, desiderosa di rifocalizzarsi sul proprio core business nel settore delle telecomunicazioni, ha deciso di dismettere le attività media per reindirizzare le risorse e ridurre il debito. Discovery, dal canto suo, ha colto l'opportunità per rafforzare significativamente la propria posizione nel business dello streaming, acquisendo una massa critica di diritti e contenuti che da sola non avrebbe mai potuto ottenere.

Il veicolo scelto per realizzare l'operazione, noto come Reverse Morris Trust, si è rivelato particolarmente efficace, non solo dal punto di vista fiscale ma anche da quello operativo.

Ha infatti permesso ad AT&T di scorporare WarnerMedia a favore dei propri azionisti in maniera fiscalmente neutra, creando allo stesso tempo una nuova entità, Warner Bros. Discovery, nella quale Discovery, pur essendo più piccola in termini di asset, ha mantenuto il controllo gestionale. Questa transazione dimostra un interessante paradosso: nelle operazioni di M&A, il controllo non è sempre nelle mani della parte che detiene più asset, ma di quella che propone una struttura di governance più solida e un progetto industriale più convincente. David Zaslav e il suo team manageriale, con il loro approccio imprenditoriale e orientato all'efficienza, sono stati incaricati di guidare la fase post-fusione, con il compito di integrare due culture aziendali profondamente diverse e definire una direzione strategica condivisa.

Tuttavia, proprio questa fase di integrazione si è rivelata la più delicata. La coesistenza dei contenuti premium di WarnerMedia (HBO, Warner Bros.) con quelli più generalisti e factual di Discovery ha posto enormi sfide in termini di posizionamento, marketing e gestione delle piattaforme. Il lancio di un'unica piattaforma di streaming, Max, ha richiesto notevoli sforzi sia sul piano tecnologico sia su quello del consolidamento del brand, per offrire un prodotto adatto a un pubblico eterogeneo senza intaccare il valore distintivo di ciascun marchio.

Dal punto di vista finanziario, la situazione si è presentata complessa fin dall'inizio. La nuova società ha ereditato oltre 50 miliardi di dollari di debito, un livello che ha fortemente limitato la capacità di investimento e influenzato molte delle decisioni strategiche nei successivi anni. Le agenzie di rating, pur riconoscendo la solidità industriale del progetto, hanno sollevato dubbi sulla sostenibilità finanziaria, spingendo la società a implementare rigorose misure di contenimento dei costi e a dismettere attività non strategiche.

Nonostante queste difficoltà, i primi report finanziari successivi alla fusione hanno offerto alcuni segnali incoraggianti: le sinergie attese, poco più di 3 miliardi di dollari, hanno iniziato a concretizzarsi, sia attraverso la riduzione dei costi di produzione e distribuzione, sia tramite la semplificazione delle strutture organizzative. I ricavi pubblicitari, sebbene

in calo nel breve periodo, hanno cominciato a mostrare alcuni segnali di stabilizzazione, e la crescita degli abbonati sulle piattaforme digitali, seppur modesta, è rimasta costante.⁵⁰

Nel panorama attuale, con una concorrenza serrata nello streaming e un'evidente saturazione del mercato, la sfida principale per Warner Bros. Discovery è costruire un modello di crescita sostenibile in grado di bilanciare qualità dei contenuti, efficienza operativa e solidità finanziaria. La visione unificata rappresentata dalla piattaforma Max costituisce un passo nella giusta direzione, ma il successo nel lungo termine dipenderà dalla capacità dell'azienda di continuare a innovare, differenziarsi dai concorrenti e rafforzare il legame con i consumatori.

In conclusione, il caso Warner Bros. Discovery non rappresenta solo un'operazione di M&A guidata da logiche finanziarie, ma si configura come un progetto di reinvenzione industriale. La complessità della sua attuazione, l'audacia strategica e le difficoltà di integrazione lo rendono un caso di studio di riferimento per comprendere sia il potenziale che i limiti delle operazioni straordinarie in contesti fortemente instabili. Sebbene permangano alcune criticità, in particolare in relazione ai livelli di indebitamento e al posizionamento competitivo, l'intento dichiarato dell'azienda di costruire un concorrente globale capace di confrontarsi con i leader del settore è evidente. In tal senso, Warner Bros. Discovery non dovrebbe essere solo un caso da analizzare, ma un modello di riferimento per quelle operazioni il cui obiettivo non è semplicemente la crescita, ma la trasformazione del modo in cui un'azienda compete all'interno del proprio settore.

⁵⁰ Warner Bros. Discovery. (2024, February 23). *Fourth Quarter and Full Year 2023 Earnings Release*. https://static-wbd-cdn.wbd.com/s3_assets/wp-content/themes/warner-bros-discovery-corporate/pdf/wbd-4q23-earnings-release-02-23-24.pdf

CONCLUSIONI

Sintesi dei risultati della ricerca

Il presente elaborato ha avuto l'obiettivo di analizzare le operazioni straordinarie nel settore dei media, con particolare attenzione alle dinamiche strategiche, finanziarie e industriali che caratterizzano i processi di fusione e acquisizione in contesti altamente competitivi e in costante evoluzione.

Nel primo capitolo di questa tesi è stato sviluppato un quadro teorico delle operazioni straordinarie, comprendente un'analisi approfondita delle principali motivazioni economiche, dei meccanismi di strutturazione legale e fiscale e delle tecniche di valutazione d'azienda applicate nel contesto delle operazioni straordinarie. Questa base è stata fondamentale per comprendere la logica sottostante alle strategie di crescita esterna e per interpretare i processi di consolidamento comunemente adottati dalle imprese.

Successivamente, l'attenzione si è spostata sull'analisi del settore dei media e delle profonde trasformazioni che lo stanno rimodellando. In particolare, lo studio ha evidenziato come l'ascesa delle piattaforme di streaming, la digitalizzazione dei contenuti e l'evoluzione del comportamento dei consumatori abbiano spinto i principali attori del settore a ripensare e innovare le proprie strategie di distribuzione e produzione. In questo contesto, le operazioni straordinarie sono emerse come una leva strategica per ottenere economie di scala, rafforzare i portafogli di contenuti e migliorare il posizionamento competitivo a livello globale.

Il terzo capitolo della tesi ha rappresentato il nucleo centrale della ricerca, offrendo un'analisi approfondita del caso di fusione tra Warner Bros. e Discovery. L'operazione è stata esaminata non solo dal punto di vista giuridico e fiscale, ma anche attraverso le prospettive finanziaria e strategica. I risultati hanno mostrato che l'accordo non è stato motivato da un semplice desiderio di aumentare le dimensioni, ma da una visione

industriale di lungo periodo volta a costruire un gruppo integrato capace di competere con i principali attori globali del mercato dello streaming.

L'analisi ha evidenziato diversi elementi chiave: l'uso di una struttura complessa come il Reverse Morris Trust; l'assegnazione del controllo a Discovery nonostante la sua minore dimensione patrimoniale; e la centralità della realizzazione delle sinergie e della gestione di un rilevante carico debitorio ereditato. Le evidenze raccolte indicano che l'operazione, sebbene ancora in fase di integrazione post-fusione, rappresenta un caso di studio prezioso per comprendere i rischi, le opportunità e le dinamiche di creazione del valore proprie delle transazioni complesse di M&A.

Questa tesi ha dimostrato che le operazioni straordinarie non possono essere valutate esclusivamente sulla base di metriche finanziarie. Richiedono, piuttosto, una valutazione multidimensionale che tenga conto della coerenza industriale, della capacità di integrazione post-operazione e della sostenibilità a lungo termine del modello di business.

I risultati della ricerca rafforzano l'idea che, quando progettate e attuate correttamente, le operazioni di M&A possano rappresentare potenti strumenti di trasformazione strategica anche in settori soggetti a intensa turbolenza tecnologica e competitiva. In questo senso, Warner Bros. Discovery si configura non solo come un caso paradigmatico nel settore dei media, ma come un esempio più ampio di come le operazioni straordinarie possano agire da catalizzatori per ridefinire il posizionamento competitivo delle imprese su scala globale.

Prospettive future per le operazioni straordinarie nel settore media

La ricerca condotta nell'elaborato sostiene che le operazioni straordinarie nel settore media continueranno a essere al centro delle dinamiche di cambiamento dell'industria dell'intrattenimento, in funzione delle forze dirompenti che caratterizzano l'attuale contesto digitale globale.

Da un lato, l'aumento della concorrenza tra gli operatori dello streaming e la segmentazione dell'audience renderà sempre più necessario un consolidamento tra operatori in termini dimensionali, al fine di poter finanziare investimenti in contenuti originali, tecnologia e data analytics. In tal senso, è destinata a manifestarsi una nuova ondata di fusioni e acquisizioni, specialmente tra attori di medie dimensioni che, nel tentativo di non essere schiacciati tra i conglomerati già affermati e i nuovi entranti, cercheranno alleanze strategiche per consolidare la propria posizione.

Al contrario, il progresso tecnologico: dall'intelligenza artificiale alla realtà aumentata, dal metaverso agli NFT, sta aprendo nuovi campi di competizione che richiedono un rapido adattamento e modelli organizzativi flessibili. Le operazioni straordinarie possono dunque diventare strumenti non solo di espansione, ma anche di accesso a nuove competenze, tecnologie e mercati. In questa prospettiva, è lecito attendersi un aumento delle transazioni cross-industry, sotto forma di fusioni tra imprese media e imprese attive nei settori della tecnologia, del gaming, delle telecomunicazioni o delle piattaforme sociali, secondo strategie di integrazione sia verticale che orizzontale.

Inoltre, i fattori ESG (Environmental, Social and Governance) influenzano sempre più le operazioni di M&A. Investitori e regolatori saranno motivati a supportare quelle operazioni allineate ai principi di sostenibilità, trasparenza e inclusività, influenzando di conseguenza anche le scelte strategiche delle imprese nel settore media. Le operazioni future dovranno quindi includere analisi non solo finanziarie ed economiche, ma anche ambientali e reputazionali.

Infine, il caso di Warner Bros. Discovery illustra quanto sia importante la fase di integrazione successiva all'accordo, troppo spesso sottovalutata. In un mercato in cui la creazione di valore è sempre più legata all'innovazione continua, le operazioni straordinarie avranno successo solo se sostenute da una governance solida, da culture aziendali allineate e da una visione strategica condivisa.

In sostanza, le operazioni straordinarie rimarranno tra i principali motori del riallineamento competitivo nel settore media, ma dovranno adottare un approccio sempre più accorto, multidimensionale e orientato al lungo termine. Il caso Warner Bros. Discovery offre insegnamenti preziosi per riconcettualizzare le operazioni di M&A come una serie di processi strategici, piuttosto che eventi eccezionali, fondati sullo sviluppo continuo delle imprese dell'informazione e dell'intrattenimento.

BIBLIOGRAFIA

Abriani, N. et al. (2012). *Diritto delle società: Manuale breve* (4^a ed.). Milano: Giuffrè Editore.

Albarran, A. B. (2023). *The media economy*. Routledge.

AT&T(2022). *SegmentInformationWarnerMedia.EX99.2* <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1437107/000119312522066935/d290164dex992.htm>

Bain & Company, Media and Entertainment, M&A Report 2025.
<https://www.bain.com/insights/media-and-entertainment-m-and-a-report-2025/>

Bain & Company. (2025, 4 febbraio). *M&A, in Italia crescita record delle operazioni strategiche. Il mercato globale torna a correre nel 2025*. Bain & Company.

Bauer, F., & Matzler, K. (2014). Antecedents of M&A success: The role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration. *Strategic Management Journal*, 25.

Berk, J., DeMarzo, P., Harford, J., Ford, G., Mollica, V., & Finch, N.
(2013). *Fundamentals of corporate finance*. Pearson Higher Education AU.

Birkinshaw, J., Bresman, H., & Hakanson, L. (2000). Managing the post-acquisition integration process: How the human integration and task integration processes interact to foster value creation. *Journal of Management Studies*.

Caiazza, R. (2011). *Cross-Border M&A: Determinanti e fattori critici di successo*. Torino: Giappichelli Editore.

Campobasso, G. F., & Campobasso, M. (1993). *Diritto commerciale*. Utet.

Cartwright, S., & Cooper, C. L. (2001). *Managing mergers, acquisitions and strategic alliances: Integrating people and cultures*. Oxford, UK: Butterworth-Heinemann.

Chatterjee, S. (2009). The key to successful acquisition programmes. *Long Range Planning*.

Corporate Finance Institute. (2023). *Mergers & acquisitions (M&A)*. Corporate Finance Institute.

Deloitte. (2025). *2025 M&A Trends Survey: A time to pivot*. Deloitte Development LLC.

<https://www.deloitte.com/us/mergers>

Discovery, Inc. & AT&T. (17 Maggio 2021). *Discovery and AT&T to Combine WarnerMedia and Discovery to Create a Standalone Company*.

Discovery Inc. (2021b). *Form 10-K – discovery+ Subscriber Data*. U.S. Securities and Exchange Commission.

Discovery Inc. (2022). *Annual report 2021*. U.S. Securities and Exchange Commission.
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1437107/000143710722000031/disc-20211231.htm>

Doyle, G. (2013). Understanding media economics.

Ferro, C. M. (2002). *Pianificazione e controllo. Eseguire la strategia per creare valore*. Roma: Luiss University Press - Luiss X S.r.l.

Financial Times. (2022, August). *Warner Bros. Discovery to slash spending in search for merger savings*.

Fiori, G., & Tiscini, R. (2020). *Economia aziendale*. Egea.

Harvard Business Review. (2022). *Why AT&T's WarnerMedia Spinoff Was Necessary*.

Hesmondhalgh, D. (2018). The cultural industries.

Küng, L. (2008). *Strategic management in the media: Theory to practice*. Sage.

Lotz, A. D. (2014). The television will be revolutionized. In *The Television Will Be Revolutionized, Second Edition*. New York University Press.

McKinsey & Company. (2022). *The future of video entertainment: Immersive, gamified, and diverse*. <https://www.mckinsey.com/featured-insights/the-next-normal/video-entertainment>

Perotta, R., & Bertoli, L. (2015). *Le operazioni straordinarie: conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione*. Giuffrè.

Piesse, J., Lee, C. F., Lin, L., & Kuo, H. C. (2022). Merger and acquisition: Definitions, motives, and market responses. In *Encyclopaedia of finance* (pp. 877-894). Cham: Springer International Publishing.

Potito, L. (2016). *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. Torino: Giappichelli Editore.

PwC Italia. (2025, January 28). *Global and Italian M&A Trends 2024 and 2025 Outlook*.

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

PwC (2023). Global Entertainment & Media Outlook 2024-2028.

PricewaterhouseCoopers. <https://blog.pwc.it/entertainment-amp-media-outlook-in-italy-2024-2028/>

Rastogi, K. (2023). *The blockbuster merger of Warner Media and Discovery*. *St. Gallen Financial Economics Review*.

Scognamiglio Pasini, C. (2016). *Economia industriale. Economia dei mercati imperfetti*.

Wall Street Journal. (2024). *Warner Bros. Discovery sees subscriber gains, progress in debt reduction efforts*.

Warner Bros. Discovery. (4 Agosto 2022). *Q2 2022 Earnings Report*.