

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Operazioni Straordinarie e Valutazione D'azienda

M&A nel settore aeronautico: il caso Air France-KLM

Relatore

Prof. Eugenio Pinto

Candidato

Edoardo Meiattini

Matr. 736721

Correlatore

Prof.ssa Adriana Rossi

Anno accademico

2022/2023

INDICE

Introduzione	4
Cap. 1 – <i>Merger and acquisition</i>	
1.1. Introduzione merger and acquisition	5
1.2 Merger and acquisition	5
1.2.1. Definizione di acquisizione	5
1.2.2. Teorie e motivi delle acquisizioni	7
1.2.3. Teorie e motivi di fusione	17
1.3. Valutazione della società target nelle acquisizioni	24
1.4 Post-Merger	25
Cap. 2 – <i>Analisi del mercato</i>	
2.1. Introduzione	28
2.2. Fattori che influenzano il mercato	28
2.2.1. Fattori push e pull	30
2.3. Analisi del benchmark	40
Cap. 3 – <i>Fusione Air France e KLM</i>	
3.1. Introduzione	46
3.2. Struttura dell’offerta	46
3.3. Analisi pre-fusione Air France	47
3.4. Analisi pre-fusione KLM	48
3.5. Analisi Air France- KLM Group	49
3.6. Analisi <i>abnormal return</i>	51
3.7. Risultati	56

3.8. Analisi delle sinergie	59
3.9. Analisi dell'amministrazione del gruppo	61
3.10. Analisi finanziaria	64
Conclusioni	72
Bibliografia	73
Riassunto	75

INTRODUZIONE

Nel mondo aeronautico sono esistiti, esistono ed esisteranno diversi progetti di fusioni e acquisizioni ma solo alcuni faranno davvero la differenza. Air France e KLM sono due colossi in questo settore: la prima è la compagnia di bandiera francese; la seconda è olandese e anch'essa compagnia di bandiera. Nel 2004 queste due società si sono fuse per dare vita ad Air France-KLM Group: fusione, questa che è stata seguita in tutto il mondo e che risulta essere la più grande che questo settore abbia mai visto. La grandezza in questione non va, però, intesa solo in termini quantitativi – numero di dipendenti o la quantità di voli giornalieri effettuati dalle due -, ma anche dalla loro qualità finanziaria. Per comprendere al meglio questa fusione è necessario analizzare a 360 gradi tutti i passi compiuti dalle due società: le sinergie, il cambiamento dei bilanci pre e post fusione.

Al fine di rendere il quadro della fusione il più completo e chiaro possibile, questo elaborato è stato diviso in tre sezioni. Nella prima si procederà ad un'analisi teorica della fusione in ogni suo aspetto, con il fine ultimo di metterlo in pratica nei capitoli successivi.

Nella seconda, infatti, si andrà ad analizzare il quadro generale della situazione del mercato aeronautico: la sua parte finanziaria, come le tasse applicate dagli aeroporti alle compagnie, i prezzi del carburante, i fattori che influenzano il mercato stesso, e del benchmark per vedere come sono posizionate le due compagnie di bandiera all'interno del mercato e il grado di concorrenza di quest'ultimo.

Nella terza ed ultima sezione verrà trattata la nascita della fusione tra Air France e KLM. Saranno analizzate le dinamiche iniziali, i motivi della sua nascita, ma soprattutto sarà intrapresa un'analisi finanziaria della fusione. In seguito, anche per capire i *return* provocati dalla fusione, verrà aperta una piccola finestra temporale per analizzare gli *abnormal return* derivanti dall'annuncio della fusione.

Il fine dell'elaborato e della sua organizzazione è quello di comprendere come è nata e come si protrae nel tempo la fusione di questi due colossi del settore aeronautico mondiale ed europeo.

CAPITOLO 1 MERGER AND ACQUISITION

1.1. Introduzione merger and acquisition.

Con il passare degli anni sono aumentati i metodi ed i modi di crescita aziendale. È possibile notare come esistono una grande quantità di metodi di crescita utilizzati nel passato e come molti di questi diventino anche una scelta strategica che consente di rafforzare le competenze *core* della società in essere. Negli ultimi dieci anni le fusioni, le *mega-fusioni* e le acquisizioni sono aumentate esponenzialmente rispetto al decennio precedente. Ciò ha permesso dei cambiamenti strutturali in alcuni settori ed hanno attirato un'attenzione a livello internazionale permettendo l'ampliamento di questa pratica. È stato osservato come alcune società in difficoltà sono "predatori" rendendo in questo modo imprevedibile il mercato. Diverse opzioni di finanziamento sono associate alle acquisizioni di società.

Concludendo, le fusioni e le acquisizioni rimangono una costante sfida nel cercare di espandere le strategie di impresa. Espandendo l'influenza e la redditività dell'impresa.

1.2. Merger and acquisition

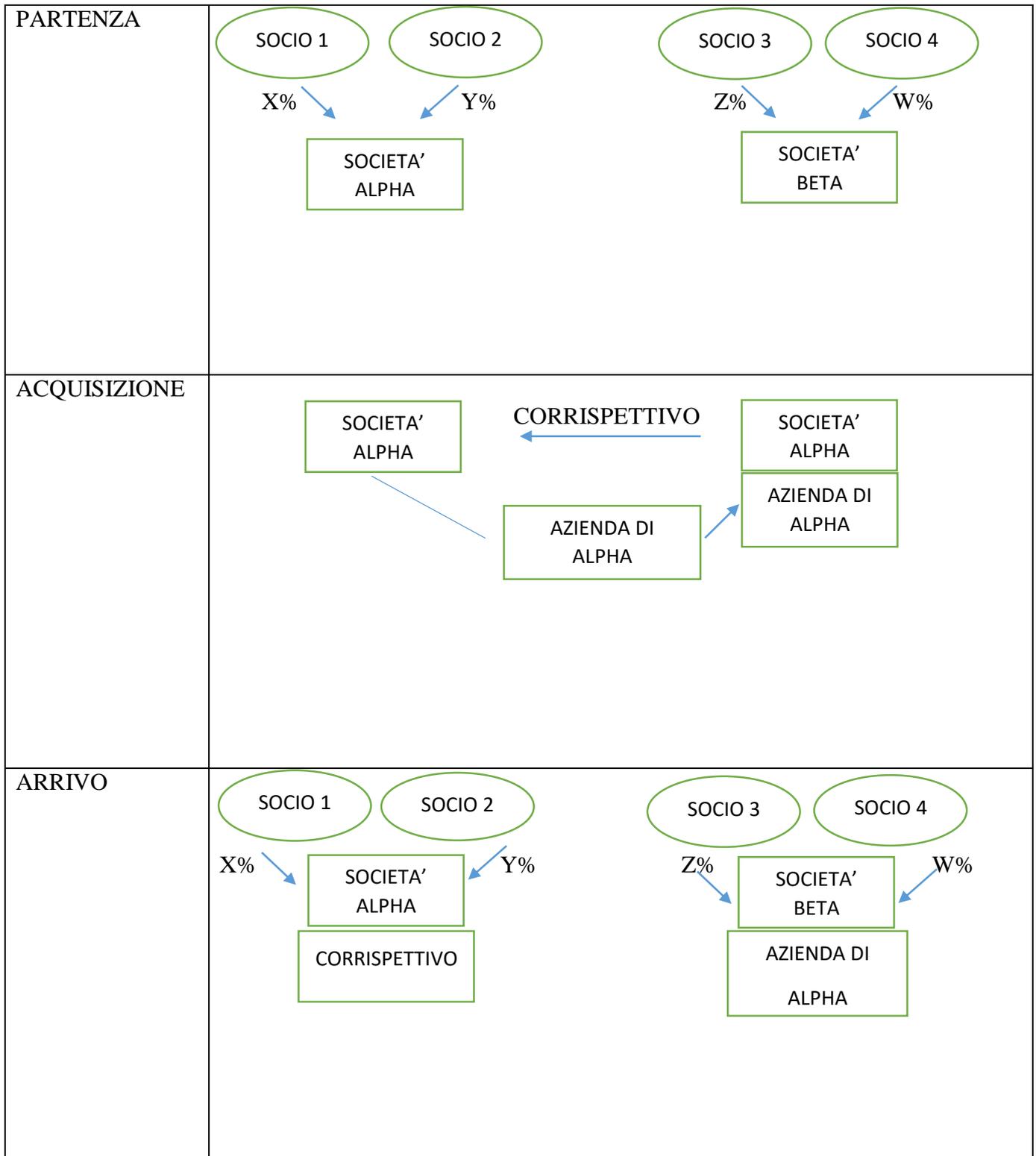
1.2.1. Definizione di acquisizione.

Merger and acquisition (M&A) giocano un ruolo molto importante per quanto riguarda la crescita e l'espansione esterna delle società, agiscono come strategia di ristrutturazione e di controllo aziendale. Differisce dalle attività di espansione interne, le quali possono essere le valutazioni di investimento potrebbero restare di una portata limitata e più lenta rispetto le attività di acquisizione e fusione. Infatti, quest'ultime possono facilitare una crescita rapida ed in grado di migliorare le attività di profitti privati ma anche il benessere pubblico.¹

Per iniziare a comprendere il mondo di questo tipo di operazioni straordinarie è importante considerare la differenza tra la fusione e l'acquisizione. Molto spesso vengono fraintese ed usate come sinonimi, ma ci sono differenze molto rilevanti a livello economico. Le operazioni di fusione e acquisizione comportano – sul piano societario ed economico - diverse situazioni a seconda dell'obiettivo che si intende raggiungere. In primis si andrà a distinguere l'acquisizione, ovvero un trasferimento a titolo oneroso.

¹ *Merger and acquisition: definitions, motives and market responses. Jennifer Piesse, Cheng-Few Lee, Usa Lin Lin, Hsien Chang Kuo*

L'acquisizione rappresenta un'operazione unitaria, relativa all'insieme dei beni collegati all'attività di impresa produttiva di beni e servizi. In questo caso, le acquisizioni possono anche portare a controllare più del 50% del patrimonio netto delle imprese target di acquisizione.



1.2.2. TEORIE E MOTIVI DELLE ACQUISIZIONI

Dallo schema riportato sopra si può comprendere il funzionamento di un'acquisizione, che si distingue in tre tipologie:

- Orizzontale
- Verticale
- Conglomerale

L'acquisizione orizzontale è, per definizione, definizione l'integrazione di due società le quali operano nello stesso settore. Si è soliti attuare questo tipo di acquisizioni in quanto è più facile raggiungere economie di scala. In altre parole, aumentando la capacità produttiva si riesce ad abbassare il costo unitario dei prodotti.

L'acquisizione verticale, invece, differisce dall'orizzontale – come è facile dedurre - per il suo sviluppo verticale nel processo produttivo. Per questo motivo abbiamo due tipi di acquisizione verticale: “a monte” verso i fornitori, ovvero coloro che forniscono le materie prime, e “a valle” verso il consumatore. Questa manovra di acquisizione verticale permette di ottenere un maggiore controllo nella catena produttiva in modo tale da rendere più facile gestire e coordinare il processo produttivo (esempio ABC television).

In ultima istanza analizziamo l'acquisizione conglomerale, diversa da ciò che è stato spiegato precedentemente. In questo caso le imprese acquisite non sono correlate con la linea di business, il che consente di utilizzare le risorse in modo complementare.

Nonostante ciò, esistono altri motivi per cui una società è interessata nell'intraprendere questa strada. Alcuni motivi sono più semplici altri son più complicati e di difficile interpretazione (Brealey et al., 2001, p-641; Ross et al., 2002, p. 824). Per comprendere al meglio, non è possibile racchiudere tutti i possibili motivi in uno solo ma è stato possibile suddividere in 8 macro-categorie²:

- *Efficiency Theory*
- *Agency Theory*
- *Free Cash Flow Hypotesis*
- *Market Power Hypotesis*

² *Merger and acquisition: definitions, motives and market responses. Jennifer Piesse, Cheng-Few Lee, Usa Lin Lin, Hsien Chang Kuo*

- *Diversification Hypotesis*
- *Information Hypotesis*
- *Bankruptcy Avoidance Hypothesis*
- *Accounting and Tax Effects*

Con questi otto diversi modi di vedere le diverse ragioni di un'acquisizione è possibile fornire un quadro completo di ciò che riguarda questo tipo di operazioni straordinarie. Iniziando con la spiegazione di questi *framework*, esattamente con la *efficiency theory*, saranno più chiare le motivazioni.

Efficiency theory,

La *efficiency theory* include due sotto categorie di teorie, quali quella dell'efficienza differenziale e della gestione dell'inefficienza. La teoria differenziale è molto semplice: indica quando una società ALPHA è più efficiente di un'altra società BETA (entrambe dello stesso settore) motivo per cui la società ALPHA può aumentare l'efficienza della società BETA. La teoria dell'inefficienza, invece, riguarda le informazioni dell'inefficienza della società BETA. Ciò vuol dire che se la società BETA è inefficiente, tutto ciò che ne concerne è di dominio pubblico: questo fa sì che la società ALPHA che il gruppo di controllo in un altro settore può portare l'efficienza dell'impresa BETA attraverso l'acquisizione. Questa teoria e questo modo di vedere l'acquisizione, serve per far capire come l'efficienza di una società può essere risolta se inefficiente o migliorata se poco efficiente attraverso l'acquisizione della società target. Un problema che sorge in questa teoria riguarda l'evidenza di una società inefficiente. In seconda battuta, analizzando il concetto di efficienza si riesce a comprendere questo concetto ed a chiudere il quadro della situazione. Secondo la condizione *Pareto efficiente*, una società se non ci sono altri modi per allocare le risorse oltre quello già esistente senza creare effetti negativi. Di conseguenza, un'azienda per essere efficiente deve necessariamente avere ogni operazione o processo efficiente. *“un contratto, una routine, un processo, un'organizzazione o un sistema sono efficienti in questo senso se non esiste un'alternativa che produca in modo coerente i risultati unanimemente preferiti”*³. Bisogna considerare anche il concetto di sinergia, inteso come il risultato delle combinazioni e delle coordinazioni dei beni dell'azienda, al fine di eliminarne quelle superflue. Applicando questo caso all'acquisizione si può dedurre che la migliore allocazione

³ *Milgrom e Roberts, 1992, p. 24*

combinando i beni dell'azienda e dell'azienda target può avere un effetto positivo, migliorando le sinergie e quindi diminuire le parti superflue. Le sinergie possono anche essere una conseguenza delle operative e finanziarie economie di scala tramite le acquisizioni.

La seconda teoria è la *agency theory*. Tutto ciò che riguarda i conflitti di interesse nella società. Principalmente si terrà conto del problema di agenzia tra managers e azionisti. Assunzioni basate sulla razionalità delle scelte dei soggetti, l'avversione al rischio ed al massimizzare l'utilità delle proprie funzioni. La teoria neoclassica dell'impresa presuppone la massimizzazione del profitto.⁴ Con il passare del tempo, sono state proposte altre teorie nella letteratura economica. Una delle quali è: il comportamento della "soddisfazione" da parte dei manager. Quest'ultima nota come le teorie comportamentali dell'impresa. Poiché, in un'azienda poco concentrata, i manager non possedendo un elevato numero di azioni ma compensati secondo diversi criteri e metodi, sarà di maggiore interesse per loro ottenere compensi più alti e migliori condizioni lavorative. Tutto ciò a dispendio degli azionisti. La separazione tra proprietà e controllo all'interno di un'organizzazione rende molto difficile e costoso monitorare e valutare efficacemente l'efficienza della gestione. Analizzando questo criterio è possibile collegarsi al rischio di "*moral hazard*". Il *moral hazard*, è quel rischio post-contrattuale a differenza della selezione avversa la quale è pre-contrattuale. L'azzardo morale, in Economia, è quel termine che identifica "opportunismo post-contrattuale". Questa definizione, identifica chi dopo aver sottoscritto un contratto di qualsiasi tipo anziché intraprendere azioni che legate al tipo di obbligazione che il soggetto si è impegnato a perseguire compie movimenti che vanno contro al tipo di oggetto instaurato nell'obbligazione. A differenza della selezione avversa dove, la problematica risulta essere antecedente alla stipula del contratto ma ovviamente con ripercussioni dopo la sottoscrizione. I soggetti che intendono o possono sottoscrivere l'adempimento dell'obbligazione sono sfavorevoli per il soggetto che emette il contratto. La soluzione dei problemi di agenzia può essere risolta in vari modi, per esempio, rinforzando le clausole contrattuali con un incentivo ad incoraggiare le azioni perseguite dal management e gli interessi degli azionisti.⁵ Per il management, al quale interessa in maniera minore, rispetto agli azionisti, l'andamento dell'azienda nel lungo periodo, è necessario predisporre dei piani di remunerazione a lungo termine. In questi può essere allocato un ammontare fisso di azioni della società ad un prezzo fisso, basato principalmente su alcuni

⁴ *Merger and acquisition: definitions, motives and market responses. Jennifer Piesse, Cheng-Few Lee, Usa Lin Lin, Hsien Chang Kuo*

⁵ *Merger and acquisition: definitions, motives and market responses. Jennifer Piesse, Cheng-Few Lee, Usa Lin Lin, Hsien Chang Kuo*

parametri fissati precedentemente, sulla base dell'operato del management. Intraprendendo questa strada, di conseguenza, i manager saranno più propensi ad attuare politiche secondo le quali la società riesca ad avere performance migliori nel lungo periodo, poiché, un buon andamento della società farà aumentare il *market value* della società e quindi l'aumento del valore delle azioni adesso possedute sia dai manager che ovviamente dagli azionisti. Creare contratti, obbligazioni può quindi creare problemi di asimmetria informativa. I manager, con più informazioni rispetto chiunque altro, possono per esempio creare nuove informazioni non veritiere oppure manipolare le informazioni già esistenti per creare una realtà distorta. Possono manipolare i report per gli *stakeholder* e *shareholder* per migliorare la valutazione alla fine del periodo considerato per la valutazione.

Secondo quanto appena citato, l'operazione straordinaria dell'acquisizione può risolvere questo tipo di problematica che colpisce le società. In rari casi però, l'acquisizione può far sorgere questi problemi. In una situazione di acquisizione può accadere che la società che intenzionata ad effettuare l'acquisizione è cosiddetto "*over-optimistic*", cioè, troppo ottimistica nella selezione di una società target a causa dell'asimmetria informativa e quindi non in grado di prendere delle decisioni coerenti con la vera realtà. Potrebbe capitare che vengono pagati di più rispetto al prezzo reale per delle sinergie che non esistono. Accade che, nelle acquisizioni gli azionisti guadagnano quell'apporto in più che deriva dall'acquisizione mentre, gli impiegati, manager e tutti gli altri soggetti collegati nella società guadagnano dei bonus sulla "grandezza" della società. Ciò per dire che da una parte, gli azionisti sono incentivati sotto alcuni aspetti ad attuare questo tipo di operazioni straordinarie come però, anche gli altri soggetti della società. Questo per dire che alcune volte l'acquisizione può essere sia un fattore causante che un rimedio in altre situazioni. Secondo Mitchell e Lehn (1990)⁶ il mercato riesce a differenziare "buone" e "cattive" acquisizioni e che cattive acquisizioni poi potrebbero risultare buone acquisizioni. Tutto ciò serve per confermare ciò che è stato sopraccitato. Tutt'ora le acquisizioni servono anche a correggere l'inefficienza di mercato ed i problemi di agenzia. Se da una parte i manager potrebbero commettere azioni non favorevoli ai rendimenti a lungo termine della società anche attraverso l'acquisizione il mercato correggerà il tutto.⁷

⁶ *Merger and acquisition: definitions, motives and market responses*. Jennifer Piesse, Cheng-Few Lee, Usa Lin Lin, Hsien Chang Kuo

⁷ Lehn (1990)

Terzo motivo è il *Free cash flow Hypotesis*.

Questa motivazione è molto simile alla precedente sui problemi di agenzia. La definizione di flusso di cassa è quella parte in eccesso rispetto a quello richiesto per finanziare tutti i progetti

che hanno un valore attuale netto positivo se attualizzati al relativo costo del capitale (Jensen, 1986, p. 323).⁸ Secondo Jensen (1986) il management è solitamente riluttante a distribuire il surplus agli azionisti poiché redistribuendo il capitale a quel punto si ridurrebbero in modo sostanziale le risorse aziendali che quel surplus avrebbe potuto ottenere, ovviamente, non sotto il loro controllo data la redistribuzione e di conseguenza senza aumentare la propria ricchezza, poiché i dividendi non sono il loro obiettivo personale, ma un sistema di bonus. Tuttavia, l'espansione dell'azienda è una preoccupazione per i piani di remunerazione del management, perché il flusso di cassa può essere usato per finanziare un'acquisizione e quindi far crescere l'azienda. Inoltre, dal momento che la raccolta di fondi sul mercato per successive opportunità di investimento pone il management sotto lo sguardo diretto del mercato azionario, la dirigenza è incentivata a mantenere una parte del flusso di cassa libero o dei fondi interni per tali progetti (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984). Di conseguenza, i manager potrebbero preferire di trattenere la liquidità in eccesso per far crescere l'azienda tramite acquisizioni, anche se a volte i rendimenti di questi progetti sono inferiori al costo del capitale. Jensen (1986) sostiene che le società con alti livelli di flusso di cassa diventano un obiettivo attraente per le acquisizioni per il semplice motivo che le acquisizioni sono costose e le società acquirenti, di conseguenza, preferiscono obiettivi con una buona posizione finanziaria per ridurre l'onere finanziario dell'indebitamento attuale o futuro dell'azienda target. Il management, a questo punto preferirebbe utilizzare l'utile in eccesso per investimenti di acquisizioni piuttosto che trattenerlo in azienda. Tuttavia, *Gibbs* sostiene che il flusso di cassa libero sia "condizione necessaria per l'insorgere dei costi di agenzia, ma non una condizione sufficiente per dedurre i costi di agenzia".⁹ Praticamente, alcuni metodi come il rafforzamento del potere degli amministratori esterni sono stati proposti come un modo per mitigare i potenziali problemi di agenzia quando la parte di utile rimane all'interno della società (ritenzione). Oltre a ciò, è possibile incorrere in un fallimento di impresa il quale comporta tensione per gli amministratori. In un'analisi economica completa, deve esistere una condizione di equilibrio dove i costi marginali del fallimento sono pari o inferiori ai benefici marginali che il management può ottenere attraverso i vari progetti. Anche in questo caso, il potere disciplinare

⁸ *Jensen, 1986, p. 323*

⁹ *Gibbs (1993, p. 52)*

del mercato diventa un'arma utile contro i problemi di agenzia relativi alla gestione del flusso di cassa.¹⁰

The diversification hypothesis

Il quarto motivo riguarda la possibilità di diversificare in una società che di fatto procedere ad acquisire un'altra società detta target. È possibile pensare a questo motivo come un modo di attenuare il rischio collegato alle attività cosiddette *core*. Attraverso l'acquisizione è possibile diversificare, sotto il punto di vista delle attività e dei diversi settori o target coperti precedentemente l'acquisizione. Diversificando le attività in diversi settori è possibile stabilizzare i redditi futuri e di conseguenza diminuire i rischi connessi a queste attività. Può essere inteso anche come un nuovo approccio nei nuovi ambiti commerciali. L'ipotesi di sicurezza di Lewellen (1971-1972)¹¹, sostiene che il valore della società acquirente sommato alla parte o all'intero della acquisita è maggiore rispetto al valore singolo delle due società. Ciò a causa della riduzione del rischio di impresa e all'aumento della capacità di indebitamento.¹² Un'adeguata diversificazione può ridurre nettamente la probabilità di fallimento dell'impresa, facilitando la raccolta di fondi della nuova entità e di conseguenza aumentando il valore di mercato. Kim e McConnell (1977) hanno osservato che gli obbligazionisti in questi casi non sono influenzati dall'aumento della leva finanziaria, semplicemente perché il rischio di default è più basso. Risultato che rimane comunque valido quando questa operazione straordinaria è finanziata interamente con l'aumento del capitale di debito. Come detto in precedenza, per cui tramite l'acquisizione è possibile aumentare la capacità di indebitamento della società anche perché è possibile sfruttare determinate agevolazioni fiscali, fattore determinante anche in sede di valutazione d'azienda. In sintesi, le deduzioni fiscali potenzialmente più elevate e la riduzione delle probabilità di fallimento, suggeriscono che la nuova entità sarà associata a valori di mercato più elevati dopo le acquisizioni.

La diversificazione aziendale può anche migliorare la capacità competitiva complessiva di un'azienda. Utton (1982)¹³ ha affermato che le grandi imprese diversificate utilizzano le loro risorse

¹⁰ *Merger and acquisition: definitions, motives and market responses. Jennifer Piesse, Cheng-Few Lee, Usa Lin Lin, Hsien Chang Kuo*

¹¹ *Merger and acquisition: definitions, motives and market responses. Jennifer Piesse, Cheng-Few Lee, Usa Lin Lin, Hsien Chang Kuo*

¹² *Ross et al., 2002, pp.828-829, 830-833*

¹³ *Merger and acquisition: definitions, motives and market responses. Jennifer Piesse, Cheng-Few Lee, Usa Lin Lin, Hsien Chang Kuo*

finanziarie e operative per impedire l'ingresso di altre società nel mercato. È possibile raggiungere questo obiettivo attraverso diverse operazioni:

- Prezzi predatori
- Sovvenzioni incrociate

Nel primo caso, è possibile quindi raggiungere quote di mercato che consentono una drastica modifica dei prezzi, che in questo caso e nel settore aeronautico è molto importante e con molta incidenza nel mercato. Impostare prezzi “predatori” significa attuare politiche di prezzo che scoraggiano l’entrata di nuovi concorrenti ma anche di avere “potere” nelle società già del settore.

Sovvenzioni incrociate, le quali posso portare ad un abuso del potere dominante di una società. Un’impresa alloca tutti i costi legati da un prodotto ad un altro.

Entrambi possono effettivamente costituire una barriera all'ingresso in un determinato settore e costringere i concorrenti più piccoli oppure i concorrenti esistenti più piccoli fuori dal mercato.

The informations hypothesis

La quinta riguarda tutte le politiche di informazioni per i soggetti esterni. L’ipotesi informativa è relativa alla funzione di segnalazione di politiche finanziarie specifiche dell’impresa. È un aspetto molto importante poiché annunci della società, in questo caso finanziari, prevedono una rivalutazione della società poiché disponibili al mercato. Le acquisizioni hanno lo stesso effetto. Entrambe le parti rilasciano alcune informazioni nel corso delle trattative di acquisizione e il mercato può rivalutare le azioni precedentemente sottovalutate. Questa ipotesi è stata sostenuta da numerosi studi sugli eventi, che hanno dimostrato sostanziali cambiamenti di ricchezza degli offerenti e degli obiettivi (Jensen e Ruback, 1983). Sullivan et al. (1994, p. 51) hanno inoltre riscontrato che i prezzi delle azioni delle imprese coinvolte in un'acquisizione delle imprese coinvolte in un'acquisizione "si rivalutano di conseguenza, in quanto l'offerta segnala informazioni private relative al valore autonomo dell'impresa target o al suo potenziale di sinergia".¹⁴

Bradley et al. (1983) hanno proposto due forme alternative dell'ipotesi informativa.

- “*kick-in-the-pants*”
- “*sitting-on-a-gold-time*”

¹⁴ Sullivan et al. (1994, p. 51)

La prima ipotesi sostiene che la rivalutazione del prezzo delle azioni si verifichi in prossimità degli annunci specifici dell'azienda perché ci si aspetta che il management accetti offerte di acquisizione di valore più elevato.¹⁵

L'altra è l'ipotesi afferma che si ritiene che il management dell'offerente sia in possesso di informazioni superiori sullo stato attuale e che quindi si pagherebbe un premio. Queste due spiegazioni sottolineano entrambe che l'acquisizione implica una serie di informazioni non disponibili al pubblico e favoriscono le proposte di acquisizione.¹⁶

Si osserva inoltre che queste due forme di ipotesi informativa non si escludono a vicenda, e sono valide solo se il tipo di efficienza di mercato è *strong*. (Bradley, 1980; Bradley et al., 1983; Dodd e Ruback, 1977; Firth, 1980; Van Horne, 1986).

Ruback, 1977; Firth, 1980; Van Horne, 1986).

The bankruptcy avoidance hypothesis

Questa motivazione è meno frequente rispetto alle altre, poiché non vi è un elevato numero di casi a spiegazione di questa teoria. Tuttavia, alcuni scritti suggeriscono il potenziale legame tra la bancarotta e le decisioni di acquisizioni. Stiglitz (1972), sostiene che le imprese possano evitare il fallimento o la minaccia di fallimento tramite acquisizioni. È sostenuta come una teoria di che riesce a regolare i meccanismi di mercato ed è emerso che un'acquisizione curata, mirata e nel giusto tempismo può essere un'alternativa alla bancarotta. L'intuizione suggerisce che finanziariamente non sane non sono un bersaglio attraente per i potenziali acquirenti.¹⁷ Un modo per esaminare questa situazione e per prendere la decisione giusta è necessario analizzare prima la questione dal punto di vista dell'offerente e dopodiché analizzare la situazione e l'obiettivo che si vuole raggiungere. È possibile notare diversi fattori a vantaggio degli acquirenti:

- Concorrenza
- Prezzo
- Ricerca e gestione

¹⁵ Bradley et al. (1983)

¹⁶ *Merger and acquisition: definitions, motives and market responses*. Jennifer Piesse, Cheng-Few Lee, Usa Lin Lin, Hsien Chang Kuo

¹⁷ Shrieves e Stevens (1979)

In primis, è importante notare come una società in una determinata situazione di difficoltà rimane isolata da “predatori” e quindi un vantaggio per la società acquirente. Dopodiché, il prezzo. Il prezzo del corrispettivo per la società o anche solo del ramo in questione è più basso rispetto ad una società che gode di un’altra situazione. Infine, la ricerca e la gestione del processo di acquisizione. Questo è molto più basso rispetto ad altre società e transazioni “sane”.¹⁸

“Per quanto riguarda la scelta fusione=fallimento, gli azionisti dovrebbero preferire la fusione al fallimento perché gli azionisti ricevono azioni mentre in caso di fallimento spesso non ricevono niente”¹⁹

Tuttavia, mentre l’ipotesi di evitare il fallimento può essere giustificata dal punto di vista dell’offerente e dell’azionista di riferimento, essa non tiene conto del problema di agenzia.

Ang e Chua (1981) hanno riscontrato che i manager di una società in difficoltà di una società in difficoltà tendevano a mantenere il controllo in caso di salvataggio o acquisizione. Gilson (1989) sostiene che i problemi di agenzia non sono un motivo per rifiutare un’offerta di acquisizione. I manager che dopo un fallimento o un procedimento di bancarotta rimangono comunque disoccupati per un lungo periodo di tempo. Un fallimento costa uguale sia per gli azionisti che per i portatori di interesse che per i manager.²⁰

Se l’acquisizione può servire a salvare tempestivamente le imprese in fallimento la bancarotta si presenta come un’acquisizione con un’impresa target in difficoltà. In uno studio condotto in due paesi Regno Unito e USA²¹ hanno rilevato diversi i fattori associati alla bancarotta. Nel regno unito si conta molto la remunerazione tra management e dipendenti e per contro, non sono risultati importanti le dimensioni aziendali e neanche la concentrazione della proprietà. Negli *States*, sono stati individuati altri fattori attribuite alle differenze imprenditoriali tra i due stati.

In conclusione al precedente discorso, è possibile che durante il periodo di fallimento i curatori possano esser riusciti a risolvere determinate situazioni dopo l’insolvenza cosicché l’impresa target non risulta essere così in declino come precedentemente analizzato dalla società acquirente.

¹⁸ Walker, 1992, p. 2

¹⁹ Pestana e Ruland 1986 p. 291

²⁰ Gilson and Msuyens, 1993

²¹ Peel e Wilson, 1989, p.217

Accounting and Tax effects

I vantaggi derivanti dai trattamenti contabili e fiscali per l'acquisizione sono un fattore che influenza la decisione di acquisizione.²²

In questo caso è possibile notare due metodi di contabilizzazione:

- *Pooling of interests*
- *Purchase arrangements*

La differenza sostanziale si trova nel trattamento dell'avviamento. Nel primo metodo non è riconosciuto mentre nel secondo è contato. Questi due hanno trattamenti diversi nella fase di post fusione. “Quando il differenziale è positivo (negativo), il metodo del il metodo del pooling (purchase) risulta in un maggiore la probabilità di pooling (purchase) aumenta con l'aumentare (diminuire) del differenziale” (Robinson e Shane, 1990).²³

Dopo un lungo dibattito, il metodo del pooling è stato vietato negli Stati Uniti nel 2001, abolendo gli effetti contabili come motivo di fusione e acquisizione. Tuttavia, l'acquisizione può essere motivata da considerazioni fiscali da parte del proprietario. Riportando un esempio, “una società che paga le imposte con l'aliquota più alta può acquisire una società che non ha possibilità di ridurre il pagamento delle imposte complessive”²⁴ Questo può estendersi sugli effetti di un paese. Una società registrata in un paese che possiede un basso livello di tassazione, avrà una pressione fiscale ridotta rispetto ad un paese con un'alta pressione finanziaria. La globalizzazione per le imprese aumenta le opportunità di acquisizioni transfrontaliere le quali non solo riflettono considerazioni fiscali ma hanno implicazioni strategiche a lungo termine.

²² *Merger and acquisition: definitions, motives and market responses. Jennifer Piesse, Cheng-Few Lee, Usa Lin Lin, Hsien Chang Kuo*

²³ *Merger and acquisition: definitions, motives and market responses. Jennifer Piesse, Cheng-Few Lee, Usa Lin Lin, Hsien Chang Kuo*

²⁴ *Ross et al., 2002, p. 827*

1.2.3. TEORIE E MOTIVI DI FUSIONE

La differenza sostanziale tra un'acquisizione ed una fusione è possibile riscontrarla nella nuova entità che si viene a creare. Esistono diversi tipi di fusione:

- Omogenea
- Eterogenea
- Altro tipo

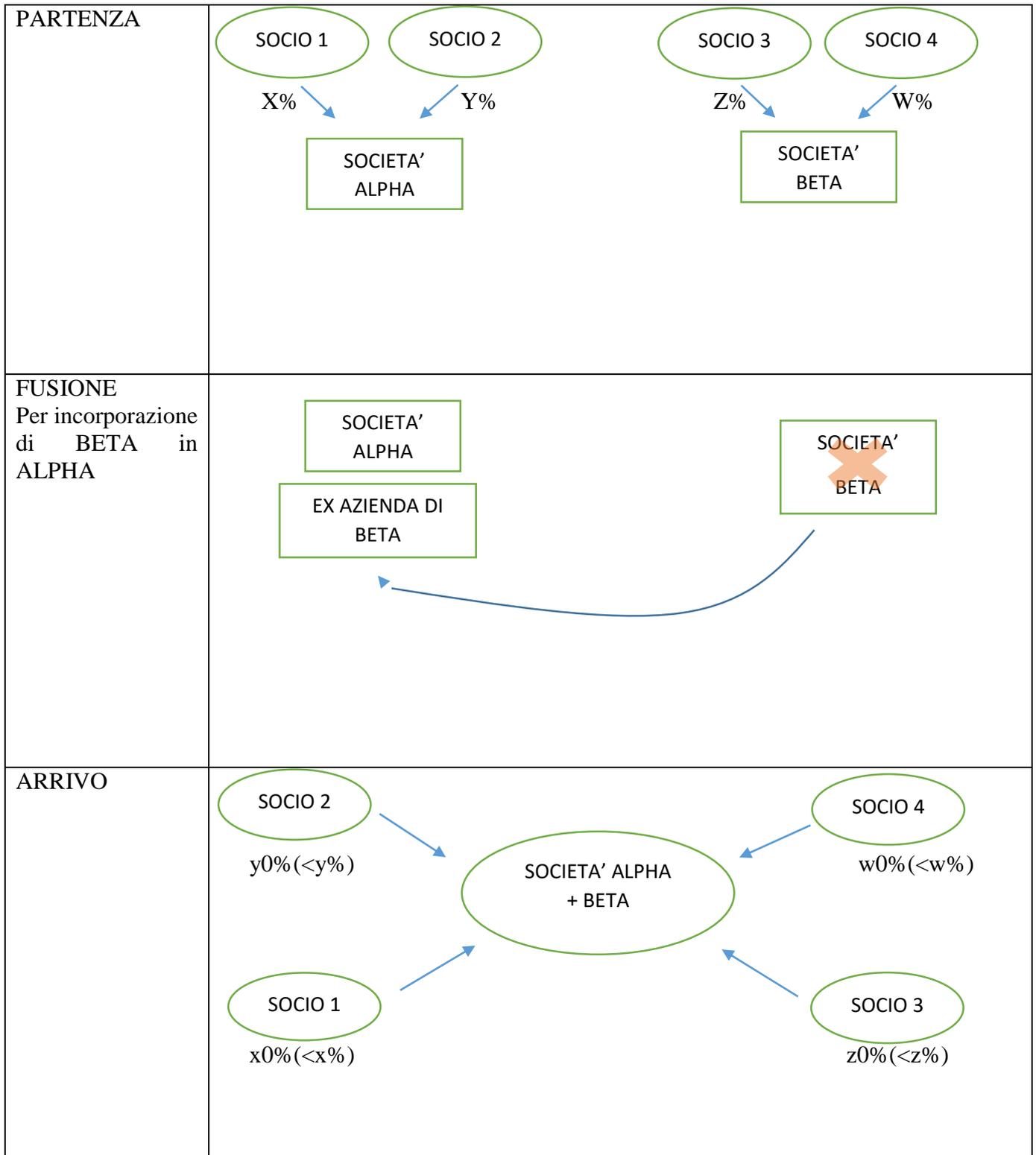
La fusione omogenea è una fusione tra società dello stesso tipo come, per esempio, tra società di capitali e tra società di persone. Per contro, la fusione eterogenea è tra tipi di società diversi come per esempio tra società di capitali e società di persone. Ed in ultima istanza, tra società ed enti di tipo diverso. Questi enti non rientrano nei limiti né della fusione omogenea, né della fusione eterogenea. Da questo prospetto vengono indicati due modi di fusione diversi:

- Per incorporazione
- Per unione

Nel primo caso, una delle due (o più) società partecipanti rimane in vita, mentre l'altra (le altre) si estinguono. In questo caso si possono creare due tipi di situazione, dipende dalla partecipazione dell'incorporante nell'incorporata. Per contro, nel caso dell'unione due (o più) società si estinguono dando vita ad una società di nuova costituzione.

Secondo la normativa italiana vi sono degli aspetti da tenere in considerazione per quanto riguarda la fusione. In primis il compito degli amministratori. È necessaria la redazione di un progetto di fusione, della situazione patrimoniale e della Relazione che illustri e giustifichi sotto il profilo giuridico ed economico il progetto e soprattutto il rapporto di cambio. Dopodiché, sempre secondo le regole della normativa italiana vi deve essere predisposta una relazione anche da soggetti terzi. La decisione di fusione deve essere approvata da parte dei soci e del relativo progetto. La fusione può essere attuata dopo 60 giorni dall'ultima delle iscrizioni previste dall'articolo 2502-bis. Salvo il consenso dei creditori alla fusione oppure al pagamento di quelli che non danno il consenso. Infine, la società che risulta dalla fusione assumono i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione, proseguendo in tutti i loro rapporti.

FUSIONE PER INCORPORAZIONE



FUSIONE PER UNIONE



La fusione, che sia per incorporazione o per unione, è un'operazione di concentrazione che viene realizzata attraverso un procedimento di unificazione da una pluralità di entità in una sola. E' una

forma di *business combination* definita dallo IASB nell'IFRS 3.²⁵ Attraverso il trasferimento di liquidità, mezzi simili o altre attività.

Una caratteristica della fusione consiste nella riduzione a unità dei patrimoni delle singole società partecipanti e la il raggruppamento dei singoli soci dei soggetti in un'unica struttura organizzativa i quali proseguono l'attività delle società fuse o incorporate, dei rapporti giuridici sia attivi che passivi. Di conseguenza si procede ad un'estinzione delle società fuse o incorporate. Simile all'acquisizione, la fusione si prefigge l'obiettivo di conseguire un beneficio economico. Il beneficio economico si traduce in un aumento del valore del sistema aziendale appena creato. Vari sono diversi motivi per cui una società è volenterosa di intraprendere una fusione:

- Strategie di crescita
- Strategie di mantenimento
- Strategie finanziarie
- Strategie legate ad obiettivi extra economici

Le strategie di crescita sono legate in primis a livelli di grandezza della società. Per grandezza della società si intende un aumento di dimensioni. Questo aumento di dimensioni può essere collegato a molteplici fattori. Un aumento in questi termini può essere legato anche ad un aumento della capacità produttiva della società, la quale, può portare al raggiungimento di economie di scala.²⁶ Quando vi è fusione è possibile, utilizzare in combinazione le risorse e le competenze raggiungendo così equilibri ad elevate dimensioni.

La seconda strategia, di mantenimento, proprio come fa capire il termine riguarda principalmente lo snellimento del processo produttivo e delle funzioni operative della società. Per esempio, è possibile eliminare le carenze operative in modo tale da migliorare l'efficienza produttiva. In questo caso, è anche possibile razionalizzare i processi produttivi, per migliorare le prestazioni dei singoli passaggi.

La terza strategia riguarda una motivazione strettamente di origine finanziaria. In alcuni casi, una società può intraprendere questa operazione straordinaria perché l'incorporata possiede un'elevata capacità liquida.

²⁵ Una transazione o altro evento in cui un acquirente ottiene il controllo di uno o più *business*.

²⁶ Diminuzione del costo unitario dei prodotti grazie all'aumento della capacità produttiva.

In conclusione, è possibile che vi siano motivi oltre i precedenti elencati. Per esempio, è possibile che una fusione faccia crescere il livello di prestigio dei manager, oppure, riesca a far diversificare l'investimento degli azionisti.

Riassumendo e cercando di analizzare ancora in più grandi categorie, la fusione alla base può avere queste motivazioni. Per iniziare una motivazione può essere di natura commerciale. Quindi, per esempio, cercando di accaparrarsi quote di mercato così facendo essere in grado di diminuire la concorrenza. In modo tale da rafforzare la presenza sul mercato offrendo nuovi prodotti, nuove capacità di operare e cogliere le diverse opportunità. Anche da un punto di vista di distribuzione del prodotto, una crescita sostanziale nel mercato sarebbe in grado di produrre efficienza anche per la parte di gestione del *delivery* del prodotto. Di natura finanziaria, come precedentemente citato per la forte liquidità della società target. Un miglioramento nella struttura finanziaria con conseguente riduzione del capitale di debito e miglior rendimento del capitale proprio. Tutto ciò sarebbe in grado di estendere il proprio livello di business su più mercato, espandendosi in nuovi mercati o linee di business. In grado di aumentare la posizione dominante nel settore e delle capacità competitive. Oltretutto raggiungendo anche economie di scala.

Si estende anche ad un carattere tecnologico di acquisizioni di conoscenze e *know-how* anche per ottenimento di brevetti e licenze. Tutto ciò, può essere utilizzato in modo tale da raggiungere degli obiettivi di ottimizzazione della produttività e nel settore *tech*. È possibile espandere ciò anche sotto il punto di vista fiscale, grazie alla deduzione di alcune tipo di imposte che è possibile detrarre dalle società incorporate.

I motivi delle fusioni sono probabilmente tanti, come appena citati, sono tanti quanti sono gli offerenti e gli obiettivi. Tuttavia, raggruppando le motivazioni delle operazioni di fusione e acquisizione in varie categorie è spesso utile per capirne realmente i concetti.

Vengono offerte diverse teorie sulle motivazioni delle fusioni tra cui è possibile identificare, l'efficienza, il monopolio, crescita a livello dimensionale e così via. È possibile anche identificare tre grandi motivazioni come le sinergie, risoluzione dei problemi di agenzia, diversificazione, i vantaggi a livello fiscale ma come gli incentivi dei manager

Sebbene le motivazioni possano differire da una fusione o acquisizione all'altra, una misura comune del successo di una fusione è l'aumento del valore dell'impresa combinata.²⁷ Sulla base di ciò, il

²⁷ *Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFOs* Tarun K. Mukherjee, Halil Kiyamaz, and H. Kent Baker

motivo più diffuso e più giustificabile nelle fusioni e acquisizioni sono le sinergie. La sinergia è un aumento della competitività che ne deriva dal successo della fusione. Questo aumento della competizione dell'efficienza dei processi è chiaro come sia maggiore quando avviene una fusione piuttosto che avvenga indipendentemente dalle società. Come definito anticipatamente le sinergie si presentano come risparmi sui costi che comporta miglioramenti nei ricavi, miglioramenti nei processi ed anche in benefici fiscali. Si possono contare sei tipi diversi di sinergie:

- Condivisione di know-how
- Condivisione di risorse tangibili
- Strategie coordinate
- Integrazione verticale
- Creazione congiunta di imprese

Diversi studi confermano l'importanza della sinergia come motivo di fusione. Una fusione studiata strategicamente riesce ad aumentare valore di circa il 7,4% in più rispetto a prima.²⁸ Sulla base di nove casi di studio di fusioni bancarie, Rhoades (1998) ha rilevato che tutti i casi comportano significativi tagli dei costi in linea con le proiezioni e quattro delle nove fusioni mostrano chiari guadagni di efficienza rispetto ai colleghi.²⁹ Tutto ciò è riscontrabile nella cosiddetta teoria dell'efficienza.

Un'altra teoria è quella del monopolio. Questa teoria spiega come una fusione può generare e ottenere una quota di mercato più grande. Questo obiettivo non avviene solamente tramite le acquisizioni orizzontali ma una fusione è in grado di raggiungere questo risultato. Una fusione può portare a 3 principali attività:

- L'impresa può effettuare sovvenzioni incrociate sui prodotti. I profitti derivanti dalla posizione in un mercato vengono utilizzati, per esempio, per sostenere la lotta per la quota di mercato in un altro mercato.
- L'impresa può puntare a limitare contemporaneamente la concorrenza in più di un mercato. Un modo per farlo è la collusione tacita con i concorrenti che incontra. Un esempio pratico è la costruzione di un "punto d'appoggio" nel mercato principale di un concorrente il quale a sua volta possiede una posizione di vantaggio nel mercato (Porter, 1985).³⁰ Altri modi

²⁸ Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFOs Tarun K. Mukherjee, Halil Kiyamaz, and H. Kent Baker

²⁹ Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFOs Tarun K. Mukherjee, Halil Kiyamaz, and H. Kent Baker

³⁰ Porter, 1985

possibili per limitare la concorrenza sono le trattative reciproche e la combinazione di funzioni aziendali. Questi due ultimi fenomeni sono difficili da valutare, in quanto possono essere sia sinergici, ma anche anticoncorrenziali.

- La società è in grado di scoraggiare i potenziali nuovi concorrenti dai suoi mercati. Un modo possibile per raggiungere questo obiettivo è l'acquisizione concentrica da parte di una società "leader" di mercato.

Questi tipi di vantaggi sono detti sinergie collusive o interrelazioni tra concorrenti. Si riesce a creare sinergie in grado di essere anche più vantaggiose delle precedenti citate. Le sinergie collusive, però, non sono rappresentate da guadagni monetari grazie all'efficienza creata ma sono intese più come scambi di ricchezza tra una società ed un'altra.³¹

Secondo Grinblatt e Titman (2002), le fusioni attuate puramente per motivi di diversificazione offrono sia vantaggi che svantaggi. Un argomento comune a sostegno della diversificazione è che la riduzione del rischio di un'azienda aumenta la sua attrattiva per gli investitori e di conseguenza di capitale dell'azienda. La diversificazione può inoltre aumentare la flessibilità di un'azienda, consentendole di utilizzare le risorse in modo più efficace e così di ridurre la probabilità di fallimento.

D'altro canto, è possibile che l'unione di due o più imprese possa distruggere valore se i manager non intraprendano investimenti nelle corrette linee di business. Un altro svantaggio è che le fusioni possono ridurre le informazioni contenute nei prezzi delle azioni. Il fatto che i guadagni siano associati alle fusioni o acquisizioni legate alla diversificazione dipende in parte dal fatto che la diversificazione aiuta la creazione di valore d'impresa. Servaes (1996) riporta che l'atteggiamento del mercato nei confronti della diversificazione dipende dal periodo studiato. Servaes (1996) trova penalizzazioni sulla diversificazione negli anni '60 e '80, ma non negli anni '70. L'ipotesi principale coerente con l'idea che la diversificazione distrugga valore è l'ipotesi dell'inefficienza del mercato dei capitali interno. In altre parole, i conglomerati tendono ad allocare male i propri fondi di investimento, sovvenzionando in modo incrociato investimenti in divisioni con scarse opportunità di crescita.

³¹ *MERGER MOTIVES AND MERGER PRESCRIPTIONS, FRIEDRICH TRAUWEIN University of Bochum, Hurth, West Germany, (1990) vol. 11 pag 283-295*

1.3. VALUTAZIONE SOCIETA' TARGET NELLE ACQUISIZIONI

Esistono diversi modelli di valutazione delle società. Il più attendibile e affidabile è quello del DCF, *discounted cash flow*. Questo approccio fornisce anche il quadro più intuitivo e razionale. L'analisi DCF è vista come "*la più importante tecnica di valutazione per stimare il valore di un'azienda per stimare il valore di un'azienda per un singolo offerente*".³² Nel corso degli anni i ricercatori hanno riscontrato un uso crescente dei modelli DCF in vari contesti decisionali di un'azienda. Secondo alcune *survey* la tecnica del DCF è la più utilizzata anche in campo di investimenti e progetti di capital budgeting. L'applicazione del metodo DCF richiede la previsione dei flussi di cassa successivi alla fusione e la stima di un tasso di sconto da applicare ai flussi di cassa.

Esistono alcune teorie e pareri contrastanti per quanto riguarda il tasso di sconto da utilizzare. Per esempio, per ogni tipologia di flusso di cassa vi è un appropriato tasso di sconto. Per i flussi di cassa *equity* il tasso di sconto più appropriato è il, "re" costo del capitale proprio. Due modelli per il calcolo di questo tasso sono il CAPM, *capital asset pricing model*, ed APT, cioè *arbitrage pricing theory*. Dopodichè una volta calcolato il beta dell'azienda target, si deve adeguare il nuovo beta della nuova struttura di capitale. Il DCF è utilizzato anche per valutare gli obiettivi di acquisizione e fusione.

Un altro metodo utilizzato dai professionisti per valutare un'azienda target è l'analisi dei multipli di mercato. Questo metodo applica dei valori di mercato determinati a valori della nostra società. Come, all'utile netto, all'EBITDA, all'utile per azione, alle vendite, al valore contabile, al valore di mercato o ad altre misure. Questo approccio è molto utile quando non ci sono altre transazioni o valori per la valutazione.

³² Marren 1993, pag. 195

1.4. POST-MERGER

Gli osservatori del settore hanno identificato l'integrazione post-fusione come un fattore critico per il successo a lungo termine delle fusioni. Nonostante gli avvertimenti dei ricercatori sulla necessità di considerare le questioni relative all'integrazione, i dati suggeriscono che i manager praticanti in genere non prestano attenzione alla fase post-fusione dell'intero processo di acquisizione. Un processo di fusione potrebbe portare a delle situazioni non in linea con quanto era determinato prima della fusione. Di conseguenza è possibile identificare otto linee guida da seguire per ottenere un buon andamento³³:

- Concentrarsi sulle fonti dei problemi, non sui sintomi
- Coinvolgere il management
- Incrociare i team manageriali
- Anche le persone contano
- Trovare i costi nascosti
- Il cambiamento della cultura aziendale
- Collegamento tra la strategia e struttura
- Prima è meglio che dopo

In prima istanza è possibile notare come sia importante analizzare a monte la causa di problemi che potrebbero sorgere in ogni fase del processo di fusione. È possibile che durante la fase di negoziazione vi siano determinati problemi sotto il profilo, per esempio, del *reporting* o del controllo che si creano nel nuovo ente. In questi casi, è importante risolvere subito questi problemi per evitare che si propaghino nella fase post-fusione e si creino problemi molto più grandi. Nelle fusioni, durante la fase iniziale di negoziazione, vi è un'elevata pressione nel riuscire ad effettuare l'operazione in tempi brevi da parte del *management*, quindi, è importante avere una visione proattiva durante la trattativa pre-fusione che un approccio difensivo nella fase post-fusione. Inoltre, è necessario che per una buona fase post-fusione sia azzerato il più possibile il livello di ambiguità che si viene a creare nella fase post-fusione. Poiché se vi è un alto livello di incertezza allora vi possono essere diversi motivi, come, una delle due parti non sia totalmente convinta o per altri fattori circostanti per cui si crea questa

³³ *Planning for Post-merger Integration Eight Lessons for Merger Success* Alex F. De Noble Loren T. Gustafson Michael Hergert., p 82 - 88

situazione allora in questo caso è importante comunicare, integrare e risolvere ogni problema e pianificare ogni eventualità.

Nel secondo caso, è necessario coinvolgere il *line* management. Questo è importante poiché consente di attuare con successo tutti gli elementi del piano di fusione. Nelle fasi pre-fusione e post-fusione l'inclusione del *line* manager può fornire una prospettiva diversa ai problemi nelle fasi delicate della negoziazione. Durante il processo di integrazione post-fusione, la consultazione dei manager di linea può evitare l'imposizione di inadeguati sistemi di gestione. Come precedentemente citato, uno dei motivi di fusione è la creazione di sinergie, molto facili da immaginare un po' più difficili da creare. Con il coinvolgimento del *line* manager nelle fasi iniziali della fusione può agevolare questa difficoltà nella fase post-fusione.³⁴

Incrociare i vari team manageriali ogni volta che si verifica un problema può essere di grande aiuto nella fase post-fusione. È importante creare uno spirito di squadra anziché una mentalità singola. Nel primo anno post fusione è fondamentale che un gran numero di persone riceva una promozione di una società o l'altra. Questo riesce a fidelizzare i manager più importanti in modo tale da evitare che cerchino altre occasioni. Questo è importante perché nelle fusioni, a volte, il quadro manageriale della società target è il più importante da acquisire. Di conseguenza, è importante creare chiavi risolutive che non scoraggi le persone ma che riesca a valorizzarle.

Anche le persone contano. Spesso le fusioni sono viste come un semplice acquisto di tecnologia e processi ma in molti casi l'elemento umano è la chiave. I notevoli problemi legati al consolidare le due culture sono spesso trascurati nella pianificazione delle fusioni. È importante creare un clima di serenità tra i dipendenti poiché questo è una delle tante chiavi del successo di una società. Per il management è importante gestire al meglio questa situazione. Riuscire a creare un bilanciamento tra gli obiettivi aziendali ed i cambiamenti operativi. Non è mai un compito facile creare una rete di comunicazione tra tutti i soggetti di una società però potrebbe essere la chiave che riesce a sbloccare i problemi. Se la forza lavoro non comprende o non sostiene la nuova strategia allora è improbabile che si riesca ad avere successo. In questo caso vi possono essere due soluzioni: far comprendere la situazione o cambiare strategia. La perdita di motivazione può essere disastrosa. In ogni caso, è importante dare sostegno a chi potrebbe trovarsi in una situazione scomoda o che comporti gravi problemi con per esempio sostegni economici.

³⁴ *Planning for Post-merger Integration Eight Lessons for Merger Success* Alex F. De Noble Loren T. Gustafson Michael Hergert., p 82 - 88

In una fusione è possibile che si vengano a creare situazioni che creino delle uscite non palesi. Dopo la fusione, per creare l'efficienza desiderata, può essere richiesto alla società degli sforzi maggiori. In questo caso è importante analizzare bene le situazioni in modo tale da evitare costi indesiderati. Per esempio, si può richiedere la "delocalizzazione" dei dipendenti. Il trasferimento dei dipendenti può comportare costi nascosti. Se un dipendente, per vari motivi, decide di licenziarsi perché il nuovo posto di lavoro è troppo lontano o per altre esigenze. In quel caso il costo del trasferimento si annulla ma cresce il costo di assunzione di un altro dipendente. Questi costi detti nascosti, è bene che vengano analizzati e cercare di ridurli il più possibile. Un'altra situazione si potrebbe creare quando i dipendenti si trasferiscono ma diventando insoddisfatti della nuova sede lavorativa si creano quindi altri costi.

L'azienda deve essere consapevole che non si tratta di un semplice acquisto di prodotti. Il management deve riconoscere che l'azienda viene acquisita potrebbe avere una cultura differente rispetto all'altra e può essere difficile da cambiare. Infatti se la cultura aziendale è diversa il management deve sviluppare una strategia in modo tale da gestire questa situazione. Nella fase post-fusione quindi l'allineamento delle culture per raggiungere quegli obiettivi prefissati pre-fusione. Un approccio non pianificato all'integrazione può portare allo sviluppo di forme disfunzionali di acculturazione post-fusione.³⁵

Il principio di base della strategia aziendale è che la struttura organizzativa deve riflettere correttamente la strategia di fondo dell'organizzazione per avere successo. Una fusione può portare ad un "ripensamento" della struttura organizzativa. Tutto ciò è necessario per raggiungere le sinergie adatte per la nuova entità.

In conclusione, è necessario che tutto ciò sia applicato prima che dopo. Vuol dire, risolvere i problemi prima che sia troppo tardi. In molti casi aspettare che i problemi crescano può portare a situazioni irreparabili.

³⁵ *Planning for Post-merger Integration Eight Lessons for Merger Success* Alex F. De Noble Loren T. Gustafson Michael Hergert., p 82 - 88

CAPITOLO 2 ANALISI DI MERCATO

2.1 INTRODUZIONE

Conclusa la parte teorica riguardante le acquisizioni e le fusioni. È possibile ora entrare nel merito del settore aeronautico per comprendere meglio l'argomento che sarà affrontato nel seguente capitolo riguardo la fusione tra le due compagnie AIR FRANCE e KLM.

2.2 FATTORI CHE INFLUENZANO IL MERCATO

Negli ultimi decenni, la domanda del settore dell'aviazione civile è continuata a crescere. Un comunicato dell'ICAO rilasciato nel gennaio 2017 ha riferito che l'anno precedente sono state registrate 35 milioni di partenze a livello globale, con un traffico aereo, espresso in ricavi passeggeri-chilometro o RPK, pari a 7.015 miliardi. L'Air Transport Bureau ha riportato una crescita del 7,6%³⁶ su base annua nel periodo 2015-16, confermando la continua crescita e l'impressionante espansione del settore in termini di RPK.



³⁶ Socio-economic and demographic factors that contribute to the growth of the civil aviation industry. Sri Addepalli, Gerardo Pagalday, Kostantinos Salonitis, Rajkumar Roy, 2017

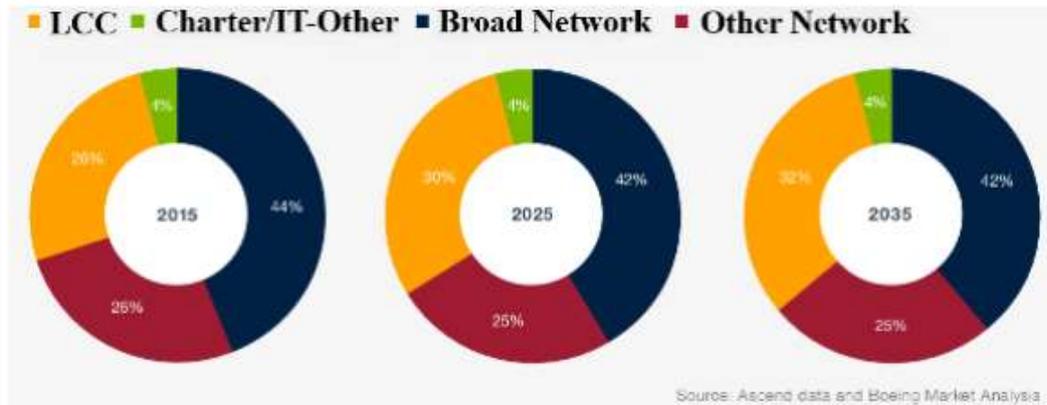


Fig. 2 Forecast business models as per Boeing [15]

37

Inoltre, le previsioni di crescita del prodotto interno lordo (PIL) globale per il 2016 si aggirano intorno al 2,4%. È ricordare che più della metà del traffico turistico mondiale e circa il 35% del commercio mondiale in termini di valore sono coperti dal trasporto aereo.

Al contrario, il mercato del traffico merci globale segue un profilo alternativo ed è caratterizzato da una forte dipendenza dell'industria dalle attuali capacità di produzione e di movimentazione. Nonostante il traffico cargo sia meno importante di quello passeggeri, continua a registrare una crescita del 3,8% in termini di merci tonnellate-chilometro (FTK) verso la fine del 2016.

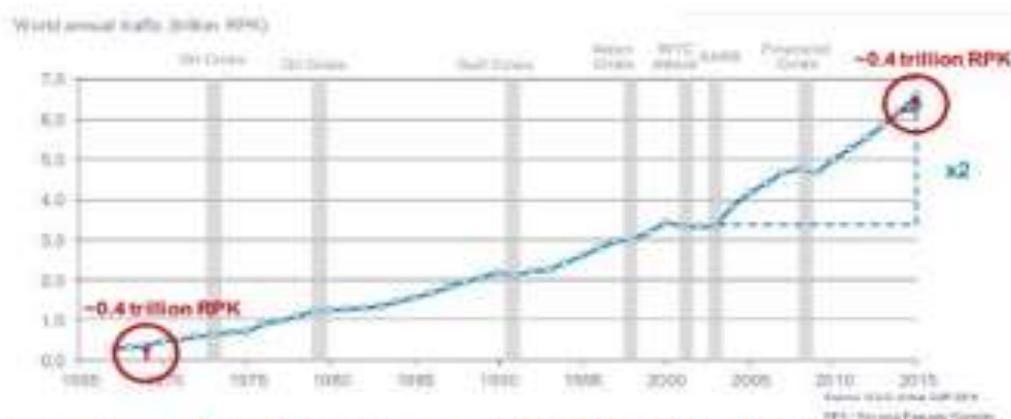


Fig. 3 Annual traffic in terms of RPK (Global) (1965-2015) [4]

³⁷ Socio-economic and demographic factors that contribute to the growth of the civil aviation industry. Sri Addepalli, Gerardo Pagalday, Kostantinos Salonitis, Rajkumar Roy, 2017

Sebbene il settore cargo abbia mostrato una buona performance di fine anno, Ci sono state sfide significative dovute alla stagnazione del commercio mondiale. Con l'aumento di domanda di aerei commerciali e da cargo si sta sviluppando sempre di più il mercato manifatturiero legato a questo mondo, il quale, sta aumentando lo sviluppo di nuovi prodotti di nuova generazione. Ciò in modo tale da raggiungere gli obiettivi di efficienza dei costi e per quanto riguarda la parte di comfort dei viaggi e gli obiettivi di consegna. Le previsioni del mercato globale di Airbus per il periodo 2016-2035 riportano che la crescita del traffico aereo del 4,5% all'anno, con una domanda di 33.000 nuovi aeromobili per un valore di 5,2 trilioni di dollari nei prossimi 20 anni(fig.4). Inoltre, l'AGP riferisce che, solo nel Regno Unito, c'è un arretrato di oltre 13.000 aerei per un valore equivalente di 200 miliardi di sterline, suggerendo un ampio margine di crescita nel settore dell'aviazione civile.³⁸

2.2.1. Fattori *pull* e fattori *push*.

I fattori che contribuiscono alla crescita del settore sono definiti i fattori "*Push*" e "*Pull*". I fattori "*push*" possono essere riferiti a quei fattori interni che spingono il settore ad adattarsi e a consumare i prodotti. Questi fattori sono intrinseci e dipendono da conoscenze socioeconomiche, demografiche e delle conoscenze di mercato. I fattori "*pull*", invece, sono forze esterne che attraggono il settore per influenzare il consumo dello stesso prodotto. Questi fattori "*pull*" dipendono fortemente dalle esigenze e dai comportamenti dei consumatori. Come per esempio, l'attrattiva, la convenienza e l'accessibilità attraverso caratteristiche tecnologiche innovative, il prezzo, la qualità e una serie di parametri dipendenti. Sono stati individuati diversi fattori, detti, KPI (*key performance indicator*) a supporto di ciò:³⁹

- Sociali
- Economici
- Demografici

Persistenza e resilienza sono i due termini che descrivono al meglio la domanda di trasporto aereo degli ultimi anni. Vi sono stati anni molto forti ed anni meno forti per quanto riguarda la crescita di questo settore e soprattutto la media di voli compiuti ed il numero di passeggeri. Nel 2015, è stato registrato un aumento del tasso di passeggeri del 6,4% rispetto l'anno precedente, molto simile alla crescita registrata nel 2010 del 6,6%. Tralasciando in questo momento la crisi covid e l'impossibilità

³⁸ *Socio-economic and demographic factors that contribute to the growth of the civil aviation industry. Sri Addepalli, Gerardo Pagalday, Kostantinos Salonitis, Rajkumar Roy, 2017*

³⁹ *Socio-economic and demographic factors that contribute to the growth of the civil aviation industry. Sri Addepalli, Gerardo Pagalday, Kostantinos Salonitis, Rajkumar Roy, 2017*

di viaggiare, il settore del trasporto aereo, sia cargo che passeggeri è sempre in crescita. Iniziando ad analizzare i KPI definiti precedentemente è possibile iniziare con i fattori sociali.

- Fattori sociali

Le dimensioni sociali, riescono a far capire come la domanda per i vari voli e aeromobili varia tra le varie regioni del mondo. Nonostante ciò, i modelli di domanda sono molto più influenzati da fattori economici e demografici ed è molto difficile identificare i fattori sociali come ruolo chiave di interpretazione. Considerando le analisi di mercato di Boeing e Airbus e i fattori che queste aziende prendono in considerazione per realizzare i loro scenari di domanda futura, i fattori sociali non appaiono tra i fattori considerati. Nella loro metodologia vengono considerate diverse variabili economiche, di performance e di produttività. Laddove le dimensioni sociali includevano tradizionalmente la consapevolezza economica, l'affinità tecnologica, le particolarità culturali, le tradizioni, le convenzioni, le abitudini, i comportamenti (ad esempio il risparmio), valori e bisogni della popolazione di un Paese, nessuna di queste dimensioni compare nell'analisi di mercato delle grandi aziende e solo "di seconda classe".⁴⁰

Propensione al viaggio

Uno dei due fattori sociali considerati è la cosiddetta “propensione” al viaggio. In altre parole, questo fattore identifica quanto la popolazione sia inclinata a viaggiare mediante su un aereo.

La passione per il viaggio domina il settore con una forte relazione tra il PIL e la propensione dei passeggeri. Secondo l'Airbus GMF, i passeggeri più disposti sono i cittadini europei e americani, e si stima che il livello attuale sia del 25% (nel 2015). Il rapporto prevede inoltre che nel 2035 la popolazione totale che viaggerà in aereo salirà al 75%.

Questo è chiaramente evidenziato dalla classifica del traffico aeroportuale mondiale stilata dall'Airports Council International (ACI), in cui Atlanta, Pechino e Dubai occupano i primi tre posti, L'ACI ha riferito che su 1.179 aeroporti in tutto il mondo, l'hub dei passeggeri è cresciuto del 4,7 % con circa 1,4 miliardi di persone che sono passate per i primi 20 aeroporti.⁴¹

⁴⁰*Socio-economic and demographic factors that contribute to the growth of the civil aviation industry. Sri Addepalli, Gerardo Pagalday, Kostantinos Salonitis, Rajkumar Roy, 2017*

⁴¹*Socio-economic and demographic factors that contribute to the growth of the civil aviation industry. Sri Addepalli, Gerardo Pagalday, Kostantinos Salonitis, Rajkumar Roy, 2017*

Worldwide airline industry	2014	2015	2016
Spend on air transport, \$billion	785	750	740
% change over	4.1%	-4.4%	-1.3%
RPKs, billions	6216	6679	7093
% change over	5.7%	7.4%	6.2%
Return on invested capital (ROIC) %	5.9%	9.3%	9.8%
Aircraft fleet	25,860	26,788	27,930
% change over	2.9%	3.6%	3.9%
Passenger load factor, %	79.9%	80.4%	80.0%
Fuel spend, \$billions	226	181	127
% change over	-1.8%	-19.9%	-29.6%

42

Airport Name	Country	Rank
Hartsfield-Jackson Atlanta International Airport	USA	1
Beijing Capital International Airport	China	2
Dubai International Airport	UAE	3
Los Angeles International Airport	USA	4
Tokyo International (Haneda) Airport	Japan	5

43

che rappresentano il 18% del traffico passeggeri globale.

Questi dati confermano gli attributi comportamentali dei passeggeri e stabiliscono che ci sono una serie di fattori che sosterranno la crescita del settore, stabilendo che questo fattore sociale traina l'industria.⁴⁴

Consapevolezza ambientale

La riduzione del rumore e del consumo di carburante in termini di riduzione delle emissioni di CO2 continuerà a essere l'obiettivo primario e sarà raggiunto attraverso lo sviluppo di tecnologie per

⁴³ *Socio-economic and demographic factors that contribute to the growth of the civil aviation industry. Sri Addepalli, Gerardo Pagalday, Kostantinos Salonitis, Rajkumar Roy, 2017*

⁴⁴ *Socio-economic and demographic factors that contribute to the growth of the civil aviation industry. Sri Addepalli, Gerardo Pagalday, Kostantinos Salonitis, Rajkumar Roy, 2017*

l'aviazione commerciale. Lo sviluppo dei motori passerà attraverso l'utilizzo di materiali innovativi, design aerodinamici all'avanguardia e tecniche di produzione intelligenti, che saranno promosse attraverso forti investimenti nella ricerca e nell'innovazione.

Esistono tecnologie specifiche, come i progetti avanzati delle ali, che contribuiscono a migliorare l'efficienza del carburante. Un esempio tipico in cui la riduzione del peso ridurrebbe significativamente il consumo di carburante, contribuendo così a un'ulteriore riduzione delle emissioni. Molti di questi progressi migliorano l'economia delle operazioni degli aerei, che influiscono direttamente sulla redditività delle compagnie aeree. Questo

Questo consente al settore di passare a uno scenario più sostenibile, in cui l'impatto ambientale subisce un importante miglioramento. Boeing ha riferito che è stata ottenuta una riduzione significativa del 90% dell'impronta acustica e del 70% delle emissioni dei motori a reazione.

Pertanto, le normative globali stabilite per controllare la riduzione delle emissioni e dell'impronta acustica hanno "spinto" l'industria a continuare a ridurre le emissioni e migliorare continuamente la tecnologia di conseguenza per fornire motori a reazione efficienti dal punto di vista dei consumi e rispettosi dell'ambiente.⁴⁵

- Economici

In seconda istanza, è possibile passare ad analizzare le ragioni economiche che influenzano questo settore. In questa industria, l'economia gioca un ruolo importante nella crescita del settore. Per analizzare un quadro maggiore, negli ultimi 20 anni, secondo AIRBUS GMF 2016 si stima che la domanda di nuovi aeromobili passeggeri e merci si aggiri a circa 33 mila unità per un valore di mercato di oltre 5,2 miliardi di dollari. Questo dato è di alto impatto nella crescita del mercato. Il rapporto suggerisce che la crescita annuale RPK, dei mercati emergenti e in via di sviluppo è stato del 5,6% e dei mercati sviluppati del 3,7% nel 2015. Questi fattori variano al variare delle regioni e delle politiche regionali o locali. Altri invece variano con le strategie intraprese dalle società stesse. Per comprendere i fattori economici che influenzano il mercato è necessario suddividerli in 4 categorie:

⁴⁵ *Socio-economic and demographic factors that contribute to the growth of the civil aviation industry. Sri Addepalli, Gerardo Pagalday, Kostantinos Salonitis, Rajkumar Roy, 2017*

- Indicatori economici
- Liberalizzazione
- Modelli di business delle compagnie
- Fattori esterni

Gli indicatori economici dello sviluppo del settore contengono valori dell'evoluzione delle regioni emergenti ed in via di sviluppo. Il PIL è un indicatore comune per analizzare questo settore ed è inoltre molto importante e preciso. E' evidente a livello globale ed è determinato dall'attività a livello regionale o nazionale. Secondo i dati rilasciati da AIRBUS, nonostante il PIL mondiale era diminuito di 2,6 punti percentuali durante il 2016, il traffico passeggeri ha registrato una crescita del 6,2% tra i 54 mercati emergenti e 32 mercati avanzati. Il pil non è l'unico fattore che guida la crescita del traffico aereo. Esistono altri fattori come i consumi privati, il commercio internazionale, il turismo, il prezzo del carburante ed i profitti delle compagnie aeree. Sono tutti elementi che contribuiscono a formare questa chiave di lettura del settore.

La liberalizzazione è un altro fattore importante che regola un insieme di norme che risale a 60 anni fa. Il sistema è stato concepito per migliorare la libera circolazione pacifica dei passeggeri e delle merci. Gli accordi bilaterali sui servizi aerei contengono restrizioni sul numero di compagnie aeree e sulla frequenza dei servizi sulle rotte internazionali dove in molti paesi hanno limiti alla proprietà e al controllo delle compagnie aeree. La cosiddetta liberalizzazione può essere raggiunta in diversi modi. Tramite accordi bilaterali o accordi tra blocchi commerciali.⁴⁶ La liberalizzazione del trasporto aereo internazionale è importantissima per raggiungere quegli obiettivi operativi e di proprietà. Questo percorso solitamente non è un percorso facile ma può portare a dei grandi vantaggi. La storia dimostra che l'impatto che può esserci raggiungendo questi accordi è positivo sia per consumatori che per le linee aeree.

Modello di business

I modelli di business delle compagnie aeree hanno rivoluzionato il mondo dell'aviazione. Alcune società sono riuscite a raggiungere modelli di business in grado di battere il mercato e depistare la concorrenza. I vettori cosiddetti *low cost*, come appena citato sono riuscite a rivoluzionare il mercato del corto raggio, ampliando la scelta del trasporto aereo per i consumatori riuscendo a raggiungere il

⁴⁶ *Socio-economic and demographic factors that contribute to the growth of the civil aviation industry. Sri Addepalli, Gerardo Pagalday, Kostantinos Salonitis, Rajkumar Roy, 2017*

minor costo possibile del biglietto. Questo obiettivo è stato raggiunto mediante lo sfruttamento dell'efficienza di innovazione per mantenere questo livello di leadership anche in un contesto di crisi. Il settore, essendo mutato nel corso del tempo, anche queste società LCC si sono dovute comunque riadattare ai nuovi standard e di conseguenza riaggiornare i processi e snellirli, ridurre i costi e praticare prezzi ancora più bassi su alcune rotte. Attualmente, la divisione tra voli low-cost e charter è meno netta con le compagnie che operano a basso costo fornendo sempre maggiori linee di servizio che attirano nuovi clienti. Le compagnie low cost stanno anche avviando dei percorsi per portare queste strategie anche sul lungo raggio. Secondo uno studio condotto da *Boeing* questa tipologia di business continuerà a crescere dal 26% a circa il 30%-32%⁴⁷ rispettivamente nel 2025 e 2035.

Fattori esterni

Sebbene l'industria del trasporto aereo sia soggetta ad occasionali shock di mercato, la domanda del settore è resiliente ed i servizi offerti dalle compagnie sono spesso essenziali e la spesa per i viaggi discrezionali per le vacanze o per gli eventi di famiglia sono spesso priorità assoluta. Nonostante l'industria dell'aviazione ha subito recessioni, shock del prezzo del petrolio, guerre e pandemie il traffico ha continuato a crescere in media del 5% l'anno.

- Fattori demografici

La demografia è un elemento importante che dipende dalla crescita della popolazione e della sua attitudine a viaggiare in aereo. I paesi emergenti ed in via di sviluppo continuano a subire importanti cambiamenti sotto ogni aspetto. Ciò influenzerà il fabbisogno di aeromobili con posizioni diverse a seconda delle regioni. Sia la quantità di una popolazione che la "qualità" intesa come percentuale di persone intente a viaggiare, bisogna prendere in considerazione per analizzare per comprendere le domanda futura di aeromobili. Le principali categorie di interesse possono essere suddivise in tre parti:

- Urbanizzazione
- Età della popolazione lavorativa
- Crescita classe media

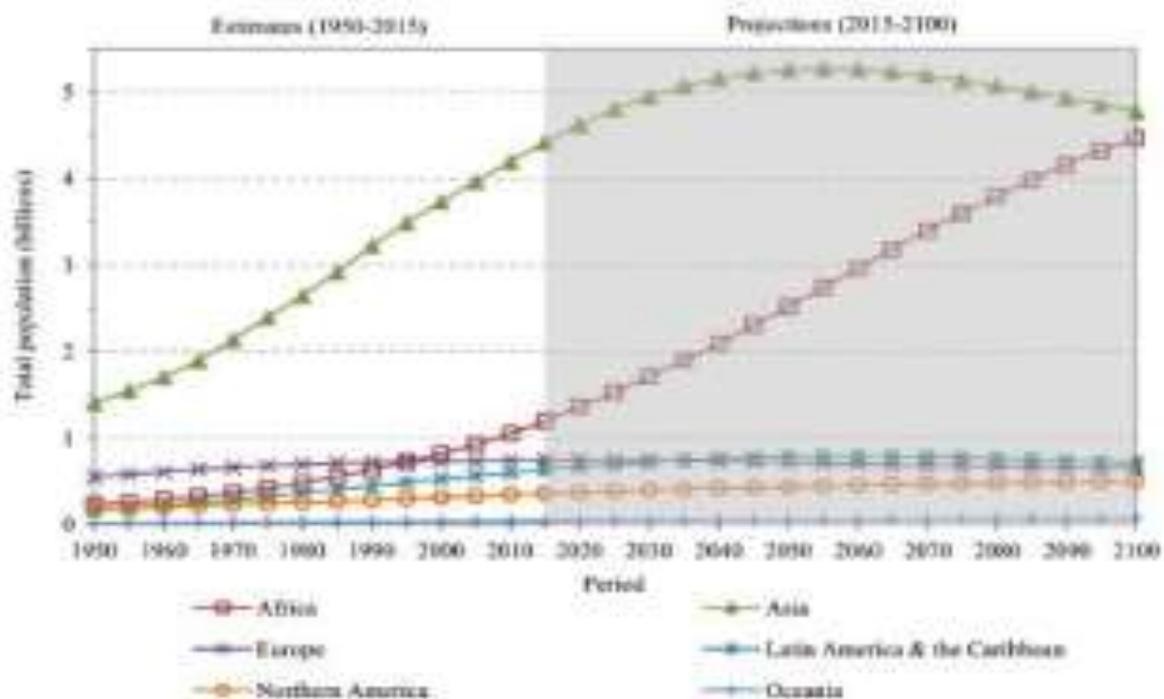
⁴⁷ *Socio-economic and demographic factors that contribute to the growth of the civil aviation industry. Sri Addepalli, Gerardo Pagalday, Kostantinos Salonitis, Rajkumar Roy, 2017*

Per iniziare, il traffico a lungo raggio sarà sempre più da o tra le megalopoli dell'aviazione. Queste megalopoli sono città con oltre 10.000 passeggeri giornalieri internazionali di lungo raggio, i quali passano dal complessivo del 90% al 95% di passeggeri mondiali nel 2035. Cioè, da 1 milione di passeggeri al mondo a 2,5 milioni di passeggeri al giorno del totale che passano per queste grandi città. Queste megalopoli dell'aviazione sono centri di urbanizzazione e di creazione di ricchezza e passeranno da 55 a 93 città entro il 2035 dove si concentrerà il 35% del PIL. Queste megalopoli sono già ben servite dal trasporto aereo e la rete di rotte esistente sarà in grado di soddisfare il 70% di tutto il traffico da qui al 2035.⁴⁸

Età della popolazione lavorativa

La popolazione in età lavorativa gioca un ruolo chiave nella crescita di questo settore. Se la popolazione in età lavorativa aumenta, di conseguenza, anche il numero di passeggeri che viaggia aumenterà. Vi possono essere diversi motivi per cui questo numero cresca, motivi lavorativi o anche motivi economici personali. Ciò necessita un aumento di unità aeromobili. Come per esempio, gli aerei più vecchi che andranno "in pensione" dovranno essere rimpiazzati dato l'elevato numero di rotazione. Secondo il dipartimento degli affari economici delle nazioni unite ha riferito che la popolazione mondiale della "classe" lavorativa che attualmente è stimata del 61% della popolazione mondiale che attualmente è di 7,6 miliardi. (metà 2017)

⁴⁸ *Socio-economic and demographic factors that contribute to the growth of the civil aviation industry. Sri Addepalli, Gerardo Pagalday, Kostantinos Salonitis, Rajkumar Roy, 2017*



49

Secondo il seguente grafico, il maggior contributo verrà dall’Africa e dall’Asia. Ciò indica chiaramente che la popolazione mondiale è destinata a crescere grazie al miglioramento dell’aspettativa di vita. Con questo scenario, l’industria dell’aviazione è destinata ad affrontare un aumento della domanda.

Crescita della classe media.

Precedentemente, è stato spiegato come un aumento della classe lavorativa comporta un aumento di domanda che l’industria dovrà affrontare. In questo caso, la popolazione “media” dal 38% salirà al 55% nel 2035. La maggior parte di questa crescita deriva dai nuovi mercati emergenti in aumento nei prossimi 20 anni.⁵⁰

Concludendo questa analisi è possibile notare come l’esame dei vari fattori “push” e “pull” che influenzano la domanda in termini di industria dell’aviazione ha dimostrato che l’industria continua a crescere nonostante una serie di variazioni estrinseche e intrinseche e si è affermata come modalità

⁴⁹ Socio-economic and demographic factors that contribute to the growth of the civil aviation industry. Sri Addepalli, Gerardo Pagalday, Kostantinos Salonitis, Rajkumar Roy, 2017

⁵⁰ Socio-economic and demographic factors that contribute to the growth of the civil aviation industry. Sri Addepalli, Gerardo Pagalday, Kostantinos Salonitis, Rajkumar Roy, 2017

di trasporto indipendente che rappresenta una comunità globale in crescita. Questo settore, negli ultimi decenni, ha continuato a crescere nonostante le enormi rinascite politiche ed economiche, resistendo a tutti questi cambiamenti. La ricerca intrapresa secondo queste tre grandi aree: sociale, economica e demografico ha completato il quadro riguardo questa industria. Come precedentemente citato, l'aumento del 6,3% del reddito contabile, pari a 7.015 miliardi di RPK, dimostra la continua crescita e l'entusiasmante espansione futura dell'industria aeronautica grazie all'aumento del traffico complessivo del settore. L'analisi dei dati ha rivelato che la propensione al viaggio, l'urbanizzazione, la crescita e l'espansione della classe media e la creazione di megalopoli del futuro costituiscono un fattore di attrazione. Mentre la consapevolezza ambientale, la popolazione in età lavorativa e alcuni shock esterni spingono il settore.⁵¹

Nel complesso, questi fattori e tendenze indicano un settore positivo e in crescita, che continuerà ad espandersi negli anni a venire.

L'esame delle attuali normative in materia di aviazione civile rivela che esse sono fortemente influenzate da due fattori principali, la propensione delle persone a viaggiare, sia per lavoro che per svago, e l'altra la normativa ambientale in vigore. Il traffico aereo supporta fortemente l'affermazione che la propensione al viaggio traina l'intero settore influenzando e aumentando la domanda industriale. La crescita continua ha permesso anche un progresso economico dovuto all'urbanizzazione, all'aumento della popolazione di mezza età e di quella in età lavorativa e così via. Tutti questi fattori non solo favoriscono direttamente l'economia del settore, ma sostengono anche i mercati e i singoli individui. Con la crescita si accompagnano anche una serie di altre questioni, come la sicurezza, controllata da politiche come quelle di Montréal 2014, Pechino 2010 e l'Aviation Security.⁵²

Per mantenere la domanda, è necessario che ogni industria migliori le proprie prestazioni produttive e le strategie aziendali attraverso la ricerca e l'innovazione che aiutano a soddisfare la crescente domanda di viaggi aerei. L'altro fattore che favorisce e assiste la crescita dell'industria dell'aviazione civile sono le politiche e le tabelle di marcia di concorrenza che forniscono una piattaforma sana per l'industria per fornire, fornire e mantenere standard elevati in ogni momento.

⁵¹ *Socio-economic and demographic factors that contribute to the growth of the civil aviation industry. Sri Addepalli, Gerardo Pagalday, Kostantinos Salonitis, Rajkumar Roy, 2017*

⁵² *Socio-economic and demographic factors that contribute to the growth of the civil aviation industry. Sri Addepalli, Gerardo Pagalday, Kostantinos Salonitis, Rajkumar Roy, 2017*

2.3 Analisi di benchmark

Dopo aver analizzato in modo concettuale ciò che influenza questo settore è possibile iniziare ad analizzare qualche dato propriamente più finanziario riguardo aeroporti e compagnie aeree. In questi casi, può essere utile esaminare un piccolo numero di benchmark per avere un'idea del margine di manovra che esiste per migliorare le prestazioni degli operatori aeroportuali e delle compagnie aeree. Va detto fin dall'inizio che non è mai possibile dubitare della sopravvivenza di un aeroporto, poiché raramente la sua redditività poiché raramente sono meno che adeguatamente redditizi. Lo stesso, purtroppo, non si può dire lo stesso per le compagnie aeree, dove più avanti verrà analizzato.

Negli esempi di benchmark aeroportuali che seguono è stato scelto un campione coerente di otto aeroporti, che copre i quattro principali hub europei e i quattro principali aeroporti dell'Asia/Pacifico. Per i benchmark delle compagnie aeree sono state utilizzate le principali compagnie aeree con sede nel campione coerente di otto aeroporti. Per prima cosa esaminiamo le entrate degli aeroporti. La fonte tradizionale delle entrate aeroportuali è costituita dalle tariffe applicate alle compagnie aeree per i servizi aeronautici. Nella seguente tabella vengono visualizzati i ricavi per passeggero per ogni aeroporto principale mondiale.

AEREONAUTICAL REVENUE PER PASSENGER – TABELLA I

Airport	SDRs
Osaka Kansai	21.60
Frankfurt (without adjustment)	16.72
San Francisco	9.34
Frankfurt (with adjustment)	8.38
Hong Kong	7.24
London Heathrow	6.87
Aéroports de Paris	6.16
Amsterdam	5.77
Singapore	5.52
Sydney	3.52
Melbourne	1.43

Source: Transport Research Laboratory (2003a)

Questi possono essere di atterraggio e di parcheggio degli aeromobili e vari oneri legati ai passeggeri. La posizione estrema di Kansai riflette il costo molto elevato della costruzione dell'aeroporto su un terreno bonificato nella baia di Osaka. Il quale ha un effetto corrispondente sul livello delle tasse aeronautiche necessarie per raggiungere il recupero dei costi in tempi accettabili.

Anche le tasse aeronautiche di San Francisco e Hong Kong sono aumentate in modo significativo a seguito dell'apertura rispettivamente di un nuovo terminal internazionale e di un nuovo aeroporto. A Londra Heathrow, le tariffe aeronautiche sono moderate a causa degli effetti della regolamentazione dei prezzi in vigore dalla privatizzazione dell'aeroporto nel 1987. Per quanto riguarda Francoforte, il quale possiede anche diverse fonti di “ricavo” oltre a quelle tradizionali, le quali, sono comunque contante come aggiustamenti nei ricavi per ogni passeggero.⁵³

Passiamo ora ad analizzare i ricavi commerciali per passeggero. Il potenziale maggiore per gli aeroporti di migliorare la propria posizione finanziaria è quello di sfruttare maggiormente i ricavi commerciali. Questi possono derivare da un'ampia gamma di servizi o attività, tra cui gli affitti dalle compagnie aeree per gli uffici, gli accordi di concessione con i rivenditori o lo sviluppo di terreni all'interno del perimetro aeroportuale aeronautici.

Le entrate commerciali sono sempre più considerate vitali per gli aeroporti in quanto rappresentano un modo con il quale gli aeroporti possono moderare le tasse aeronautiche, rendendo così più facile attrarre le compagnie aeree per introdurre nuovi servizi o espandere quelli esistenti.⁵⁴

COMMERCIAL REVENUE PER PASSENGER – TABELLA II

Airport	SDRs
Tokyo	11.55
Hong Kong	8.62
London Heathrow	7.99
Singapore	7.10
Frankfurt (without adjustment)	6.57
Frankfurt (with adjustment)	5.47
Sydney	4.20
Aéroports de Paris	4.05
Amsterdam	3.72
San Francisco	3.28
Swedish Airports Group	0.76

Source: Transport Research Laboratory (2003a)

⁵³ *Aviation benchmarking Issues and industry insights from benchmarking results Peter Mackenzie-Williams Transport Research Laboratory, Crowthorne House, Wokingham, UK, p. 112*

⁵⁴ *Aviation benchmarking Issues and industry insights from benchmarking results Peter Mackenzie-Williams Transport Research Laboratory, Crowthorne House, Wokingham, UK, p. 112*

Nella precedente tabella viene rappresentata la posizione derivante le entrare per passeggero nei vari aeroporti e come variano in base alla posizione ed al tipo. La posizione di Tokyo in questa misura può riflettere il costo generalmente elevato dei beni in Giappone, ma anche una prospettiva particolarmente commerciale da parte dell'aeroporto. Da notare che i tre aeroporti che seguono nella classifica hanno tutti un'alta percentuale di traffico a lungo raggio dove i lunghi tempi di permanenza nei terminal per i passeggeri che passano da un volo all'altro generano livelli di spesa più elevati di quelli che si registrano negli aeroporti con un'alta percentuale di traffico d'affari a corto raggio. All'estremità inferiore della scala, la posizione di Amsterdam è forse sorprendente alla luce dell'elevato traffico di trasferimento e dell'enfasi che ha posto sullo shopping per molti anni. Un fattore esplicativo potrebbe essere la sua concentrazione su tempi di trasferimento molto rapidi. San Francisco riflette il fatto che in genere agli aeroporti statunitensi non viene richiesto di raggiungere il bilancio di molto superiore al pareggio. Nel caso di questo aeroporto in particolare, l'applicazione di questa filosofia si estende alla politica di non permettere la pubblicità nelle aree pubbliche all'interno dei terminal, in modo da mantenere un ambiente visivamente piacevole. I ricavi sono solo una parte dell'equazione della redditività. Anche il livello di variazione dei costi unitari anche il livello di variazione dei costi unitari negli aeroporti è molto elevato, come mostra la seguente tabella.⁵⁵

TOTAL COST PER PASSENGER – TABELLA III

Airport	SDRs
Tokyo	30.79
Frankfurt (without adjustment)	19.67
Hong Kong	13.94
San Francisco	10.64
London Heathrow	9.96
Frankfurt (with adjustment)	9.83
Aéroports de Paris	9.11
Amsterdam	7.21
Singapore	6.89
Sydney	4.41
Atlanta	1.62

Source: Transport Research Laboratory (2003a)

⁵⁵ *Aviation benchmarking Issues and industry insights from benchmarking results Peter Mackenzie-Williams Transport Research Laboratory, Crowthorne House, Wokingham, UK, p. 112*

L'efficienza dei costi è una questione delicata per qualsiasi organizzazione e, come per ogni benchmark, è necessario essere consapevoli delle ragioni alla base di differenze di questa portata. I costi elevati non necessariamente rappresentano un'inefficienza e i costi bassi non possono necessariamente essere replicati altrove. La posizione di Tokyo è indubbiamente dovuta agli alti costi dei beni, della manodopera e dei terreni in Giappone.

All'altro capo della scala Atlanta beneficia del suo volume di passeggeri: è il più trafficato al mondo. È l'aeroporto singolo più trafficato al mondo in termini di passeggeri movimentati, con un totale di 75,9 milioni⁵⁶ di passeggeri nell'anno in esame - e anche dal fatto che una percentuale molto alta di questi passeggeri viaggia a livello nazionale. In questo modo, l'aeroporto trae vantaggio sia dalle economie di scala e dall'evitare i requisiti di spazio associati unicamente ai passeggeri internazionali, come passeggeri internazionali.⁵⁷

Le dimensioni dell'aeromobile, che misuriamo per approssimazione in termini di livelli di occupazione dei passeggeri come discusso nella sezione 3, è anch'essa importante e anche in questo caso ci sono grandi differenze nei risultati per questa misura.

PASSENGER PER ATM

Airport	ATM
Tokyo	193
Hong Kong	167
Singapore	157
London Heathrow	132
Frankfurt	106
Sydney	103
Aéroports de Paris	97
Amsterdam	88
San Francisco	87
Calgary	38

Source: Transport Research Laboratory (2003a)

⁵⁶ *Aviation benchmarking Issues and industry insights from benchmarking results Peter Mackenzie-Williams Transport Research Laboratory, Crowthorne House, Wokingham, UK, p. 112*

⁵⁷ *Aviation benchmarking Issues and industry insights from benchmarking results Peter Mackenzie-Williams Transport Research Laboratory, Crowthorne House, Wokingham, UK, p. 112*

I livelli di occupazione dei passeggeri mostrati dai tre aeroporti del Sud-Est Asiatico dimostrano l'effetto di un mix di traffico prevalentemente a lungo raggio. Sebbene i quattro aeroporti europei sono i principali hub di lungo raggio del continente, il loro mix di traffico è chiaramente più di lungo raggio, il loro mix di traffico è chiaramente più influenzato dai servizi feeder a corto raggio. Quest'ultimo effetto è evidente anche a San Francisco, mentre a Calgary (e in diversi altri aeroporti canadesi) il mix di traffico è influenzato dai servizi verso piccoli aeroporti comunitari in aree con scarso accesso di superficie verso altre parti del Paese.⁵⁸

Passiamo ora alle misure di performance delle compagnie aeree, iniziando dai ricavi unitari nella prossima tabella.

TOTAL OPERATING REVENUE PER PASSENGER – TABELLA V

Airline	SDRs
KLM	305.5
Cathay Pacific	244.9
Lufthansa	243.9
British Airways	240.2
Singapore Airlines	225.0
Air France	215.2
Qantas	166.6
United Airlines	156.5
Ryanair	45.6

Source: Transport Research Laboratory (2003b)

Vengono mostrati i risultati di nove compagnie aeree, in quanto KLM è la compagnia aerea con la posizione più alta in questa misura nel campione TRL. Si nota subito che la differenza tra le

⁵⁸ *Aviation benchmarking Issues and industry insights from benchmarking results Peter Mackenzie-Williams Transport Research Laboratory, Crowthorne House, Wokingham, UK, p. 112*

compagnie aeree che occupano i primi posti e quelle che si trovano in fondo alla classifica è di gran lunga inferiore. Differenza tra le compagnie aeree che occupano il primo e il secondo posto in classifica (un rapporto di 6,7 a 1) rispetto alle delle due misure dei ricavi aeroportuali discusse in precedenza, che presentano entrambe una differenza di 15 a 1 tra gli aeroporti in coda alla classifica.⁵⁹

La compagnia aerea si riduce ulteriormente a 4,0 a 1 se si scartano i risultati delle compagnie aeree a basso costo/bassa tariffa incluse. Sembra ragionevole ipotizzare che esse possano essere spiegate almeno in parte da un ambiente più competitivo nel settore delle compagnie aeree. La prossima tabella mette a confronto la redditività (avanzo operativo espresso come percentuale dei ricavi totali) delle quattro principali compagnie aeree europee con quella dei loro principali aeroporti di base.

Airline	%	Airport	%
Air France	6.7	Aéroports de Paris	21.4
British Airways	4.1	London Heathrow	37.1
KLM	4.0	Amsterdam	30.5
Lufthansa	-1.0	Frankfurt	30.6 ^a
		Frankfurt	18.0 ^b

TABELLA VI

TOTAL OPERATING COSTS PER PASSENGER - TABELLA VII

Airline	SDRs
KLM	309.9
British Airways	241.1
Lufthansa	232.3
Singapore Airlines	211.0
Cathay Pacific	209.4
Air France	203.5
United Airlines	187.6
Qantas	157.3
Ryanair	33.7

Source: Transport Research Laboratory (2003b)

⁵⁹ *Aviation benchmarking Issues and industry insights from benchmarking results Peter Mackenzie-Williams Transport Research Laboratory, Crowthorne House, Wokingham, UK, p. 112*

TERZO CAPITOLO FUSIONE AIR FRANCE - KLM

3.1 Introduzione

L'industria Europea aeronautica è frammentata e la sua struttura competitiva, con compagnie aeree per ogni singolo paese, è un'eredità di una era precedente. Questo ha, ovviamente, contribuito ad una bassa redditività e ad una mancanza di creazione di valore per gli azionisti. La necessità di cambi strutturali e consolidamento nell'industria aerea Europea è ampiamente riconosciuta in ambito accademico e tra i professionisti del settore. Il solo mercato europeo con i suoi 455 Milioni di abitanti dà una nuova spinta a questa considerazione. Visto che le regolamentazioni, restrizioni legali e politiche hanno ostacolato una soluzione europea e le alleanze tra le compagnie aeree sono state create per superare le barriere istituzionali.

L'unione amichevole tra Air France e KLM è il primo passo per dare al profilo delle aerolinee europee una nuova forma.

3.2 Struttura dell'offerta

La fusione tra Air France e KLM puntava a proteggere i marchi, loghi e le identità di entrambe le compagnie. Semplicemente creando una holding quotata in borsa (Air France- KLM group) con due compagnie operative e conseguenti diritti di traffico nazionali, un costante ed equo sviluppo dell'hub di Amsterdam, del brand olandese e della sua identità. Come conseguenza lo stato Olandese insieme a due fondazioni Olandesi detengono il 50,1% dei diritti di voto di KLM aggirando i regolamenti nazionali che imponevano la proprietà della compagnia aerea in caso di fusione. Inoltre, un'assicurazione è garantita a KLM per 5 anni ed allo stato Olandese per 8 anni permettendo ai due partners di mantenere i rispettivi diritti di traffico, licenze operative, certificati di trasporto aereo (COA) nonché le proprie basi principali. Oltre queste concessioni politiche un sistema multi-hub intorno a Parigi Charles de Gaulle e Amsterdam Schipol è stato creato per uno sviluppo a lungo termine sia per il medio che per il lungo raggio su entrambi gli hubs.

Sulla base del prezzo di chiusura di Air France del 29 settembre 2003 il valore di KLM è stato quantizzato in 784 milioni di Euro con un incremento di circa il 40% del valore delle azioni KLM (16.74€ invece di 11.96€ sull' Amsterdam stock Exchange nello stesso giorno)

I principali termini finanziari dell'OPA iniziata il 5 Aprile 2004 e terminata il 3 Maggio 2004 sono:⁶⁰

⁶⁰ *Capital Market's Assessment of European Airline Mergers and Acquisitions – The Case of Air France and KLM Dipl.-Kfm. Mark Friesen Institute for Public Services and Tourism (IDT-HSG) University of St. Gallen 2005*

- Offerta di scambio: 11 azioni Air France e 10 diritti (warrants) ogni 10 azioni KLM o 11 azioni di deposito americane AF (ADS) e 10 diritti di deposito americani per ogni 10 azioni KLM sul registro di New York.
- Warrants: 3 Diritti Air France danno il diritto di sottoscrivere o acquistare 2 azioni Air France al prezzo di 20€; esercizio matura dopo 3,5 anni ed esigibile per 18 mesi.
- Valore indicativo dell'offerta: 16,74 euro per le azioni di KLM

L'offerta e l'erogazione di 51.1m di azioni Air France diede ai detentori di azioni KLM il 19% delle azioni del gruppo allargato Air France-KLM e diluito il pacchetto azionario dello stato francese dal 54% al 44%. Altri detentori Francesi di azioni erano in possesso del 34% della nuova compagnia. Per chiudere la transazione priorità fu data alla vendita azioni in possesso dello stato olandese e altre 2 banche olandesi ad Air France.

3.3 Analisi pre-fusione Air France

I 3 Core Businesses dell'Air France sono Passeggeri, trasporti cargo e servizi di manutenzione aerea.

Table 1 Air France's turnover per segment (€ million)

<i>Turnover per segment (€ million)</i>	<i>2000-01</i>	<i>2001-02</i>	<i>2002-03</i>
Passenger	10,022	10,378	10,527
Cargo	1,491	1,448	1,479
Maintenance	566	548	540
Others	201	154	141
Total Turnover	12,280	12,528	12,687

Source: Air France (2004).

Con 43 milioni di passeggeri trasportati su 198 destinazioni in 83 paesi, Air France si classifica, nel 2003, terza nel mondo per passeggeri internazionali trasportati e prima in Europa per traffico. Con le sue controllate regionali, Brit Air e City Air il trasporto passeggeri è stata l'attività principale con un

fatturato di 10.5 Miliardi di Euro pari all'83% del totale. Con una flotta di 360 aerei Air France offre 1800 voli giornalieri.

Operando con il brand di Air France cargo, Air France si classifica 4 nel mondo per trasporti internazionali e seconda in Europa. Il cargo era il secondo core business con un fatturato di 1,5 Miliardi € nel 2002-2003. Inoltre, Air France era il secondo operatore nel mondo nella manutenzione di aerei, con un valore del 4.3% del totale. Oltre alla propria flotta provvedeva alla manutenzione per oltre 100 clienti nel mondo.

Con 198 destinazioni e 83 paesi Air France operava una estesa rete, sia domestica che internazionale. La rete era incentrata su 3 basi principali, Paris Charles de Gaulle Paris Orly e Lyon Sint Eupery, che, insieme, effettuano 16.000 voli a settimana. La flotta a Marzo 2003 257 aerei di cui 249 operanti. Insieme ad Aeromexico, Delta Airlines and Korean Air, Air France lanciò nel 2000 l'alleanza sky Team.

Nonostante la crisi del 9/11 Air France fu in grado di sviluppare una profittevole crescita basata su solidi fondamentali.

3.4 Analisi pre-fusione KLM

KLM ha 4 attività core: trasporto passeggeri, cargo, manutenzione e operazioni charter. Il charter è effettuato da Transavia.

Table 3 KLM's turnover per segment (€ million)

<i>Turnover per segment (€ million)</i>	<i>2000-01</i>	<i>2001-02</i>	<i>2002-03</i>
Passenger	4,545	4,485	4,425
Cargo	1,178	1,067	1,068
Engineering & Maintenance	273	288	329
Transavia	432	445	472
Others	532	247	191
Total Turnover	6,960	6,532	6,485

Source: KLM (2004).

Con 14.9m di passeggeri trasportati per 142 destinazioni in 70 paesi, KLM si posiziona quarta nel

mondo in termini di passeggeri trasportati e settima in termini di passeggeri internazionali per chilometro volato nel 2003. Con una flotta di 169 aerei KLM offre più di 600 voli al giorno.

KLM cargo è stata la undicesima operatrice di voli cargo nel mondo e quinta in Europa per la IATA, basata sul valore tonnellate-chilometro volato. Comunque, nei primi 6 mesi del 2003, KLM cargo fu l'ottava nel mondo e terza in Europa. Il cargo incide per il 16% del fatturato del gruppo. Con 2 aerei full cargo, la più grande flotta di aerei "combi" e gli altri aerei con comparto bagagli/cargo maggiorato, KLM ha 350 voli settimanali cargo per 200 destinazioni in più di 70 paesi sempre nel 2003.

KLM Engineering & Maintenance era una delle tre più grandi compagnie di manutenzione affiliate ad una aerolinea. E&M quota il 5% del fatturato. E&M deriva il 35% del fatturato da terzi.

Transavia, la più grande aerolinea charter Olandese con 26 aerei operativi, opera su 70 destinazioni nel Mediterraneo con un market share del 40% nel 2003. Il fatturato rappresenta il 7% del totale del gruppo.

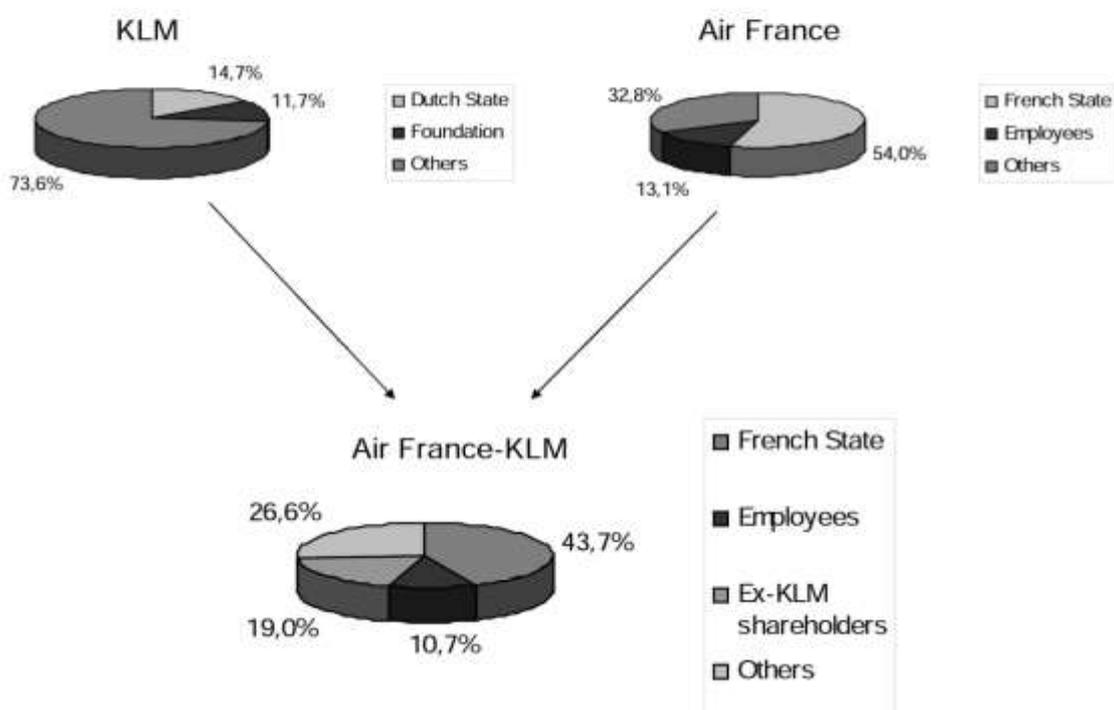
Il gruppo KLM offriva, passeggeri e cargo, più di 125.000 coppie di connessioni, i.e. più di 350 città in 73 nazioni e 6 continenti. Con più di 30 partners KLM operava 219 aerei, di cui 175 jet, dal suo hub di Schipol, che è il quarto aeroporto Europeo per grandezza. Per aumentare la sua performance finanziaria KLM introdusse un programma di contenimento costi atto ad incrementare le entrate di 450 milioni di euro per il 2005.

3.5 Analisi Air France- KLM Group

La nuova compagnia aerea verrà chiamata "Air France- KLM" con 2 compagnie operative, Air France e KLM. L'intenzione è di capitalizzare i due ben conosciuti brands, hubs forti ed networks complementari. La combinazione è strutturata per assicurare e proteggere i diritti di traffici internazionali di KLM. Si nota che il 51% dei diritti di voto sono tenuti da 2 fondazioni Olandesi e dallo stato stesso per 3 anni di transizione. La figura 2 dà idea della nuova struttura di Air France – KLM.⁶¹

⁶¹ *Capital Market's Assessment of European Airline Mergers and Acquisitions – The Case of Air France and KLM*
Dipl.-Kfm. Mark Friesen Institute for Public Services and Tourism (IDT-HSG) University of St. Gallen 2005

Figure 2 New shareholders' structure of Air France-KLM



Il nuovo gruppo è guidato dal CEO e presidente di Air France Jean-Cyrill Spinetta mentre il ceo KLM Leo van Wijk diviene vice presidente del gruppo. Con 16 nuovi executives, di cui 4 da KLM, l'assemblea dei direttori viene formata. Si fa notare che ciascuna aerolinea rimane responsabile del suo management operativo e commerciale.⁶²

Combinate, Air France e KLM hanno 16.2 Miliardi EUR di fatturato annuale aggregato, servono 226 destinazioni nel mondo, operano una flotta di 540 aerei e danno occupazione 106,000 persone. Questo passo strategico non ha precedenti nell'ambito delle compagnie aeree Europee e fa di Air France-KLM:

- prima nel mondo per fatturato
- 3za nel mondo in termini di fatturato Passeggero-chilometro
- 1ma nel mondo aerolinea cargo in termini di fatturato tonnellata-chilometro
- 2nda nel mondo tra e alleanze di aerolinee (Sky team).

⁶² *Capital Market's Assessment of European Airline Mergers and Acquisitions – The Case of Air France and KLM* Dipl.-Kfm. Mark Friesen Institute for Public Services and Tourism (IDT-HSG) University of St. Gallen 2005

Il gruppo si focalizza su tre core businesses: Trasporto Passeggeri (77% del fatturato aggregato), Cargo (14%) e Manutenzione (4%).

Almeno 385-495 milioni di euro di incremento sull'EBIT (Earning Before Interest and Taxes) viene atteso gradualmente nei 5 anni successivi. Questo grazie alle sinergie derivate dal piano di risparmio strutturale della KLM, dall'ottimizzazione della rete operativa (130-195 milioni di euro), dall'impiego di attività ed organizzazione delle operazioni cargo e passeggeri (35 milioni di euro), un aumento dell'offerta dei servizi manutenzione (10-30 milioni di euro), dalla riduzione dei costi nell'acquisto di attrezzature e ricambi (60-65 milioni di euro) vendita e distribuzione (100 milioni di euro) e IT operations (50-70 milioni di euro). Circa il 60% delle sinergie derivano dai risparmi mentre il 40% dai ricavi addizionali questi obiettivi sinergici sono in linea con i risultati empirici dell'industria aerea. L'ottimizzazione della rete di Air France-KLM è il tentativo di sfruttare queste economie di densità, mentre altre misure puntano a generare economie di scala e di scopo.

L'esistenza di una *semi-strong form* di mercato e l'impiego di modelli dei mercati finanziari per determinare i ritorni prevedibili sono cruciali per capire l'investigazione empirica. Siccome sono le maggiori ipotesi entrambi sono brevemente spiegati nelle seguenti sezioni.

Nel contesto degli studi sugli eventi mercati efficienti sono di importanza basilare. Un mercato finanziario è considerato efficiente se tutte le informazioni disponibili sono riflesse nel prezzo delle azioni correttamente sempre.

3.6 Analisi *abnormal return*

Tre sufficienti ma non necessari prerequisiti devono essere assunti come condizioni di mercato per una immediata ed efficiente elaborazione delle nuove informazioni sul mercato finanziario: assenza di costi di transazione per lo scambio di azioni, le informazioni sono disponibili a tutti i partecipanti senza costi, quando si ricevono informazioni tutti i partecipanti hanno la stessa aspettativa di prezzo. Sebbene questo tipo di mercato senza frizioni sembra irrealistico, sono state distinte 3 tipi di forme di mercato diverse:⁶³

- nella forma debole tutte le informazioni sullo storico prezzi, volumi o interessi a breve termine è riflesso sul prezzo dell'azione

⁶³ *Capital Market's Assessment of European Airline Mergers and Acquisitions – The Case of Air France and KLM*
Dipl.-Kfm. Mark Friesen Institute for Public Services and Tourism (IDT-HSG) University of St. Gallen 2005

- la forma semi-forte dell'efficienza del mercato si riferisce a tutte le informazioni pubbliche che sono incorporate nel prezzo dell'azione. Nella cornice di un studio dell'evento questo tipo di efficienza di mercato è considerato un pre-requisito per testare possibili reazioni nel mercato finanziario.
- La forma forte si ha quando tutte le informazioni sono riflesse nel prezzo dell'azione. Questo include anche le informazioni non pubblicate.

Come pre-condizione per una investigazione sulla reazione dei mercati finanziari ad un evento informale, di solito, il prezzo dell'azione delle compagnie prese in considerazione è misurato rispetto ad un valore di riferimento.

Noi applichiamo una metodologia dello studio degli eventi standard per stimare il ritorno di aspettative del mercato finanziario utilizzando dati giornalieri. L'analisi usa un approccio di tipo "market adjusted", perché la struttura di Air France-KLM è cambiata considerevolmente con il tempo, non permettendo delle stime dei dati affidabili nella finestra temporale considerata. Comunque, per considerare ritorni anormali è necessario considerare i ritorni "normali", per esempio i ritorni senza l'influenza dell'evento, all'inizio. Si definiscono ritorni anormali come "l'estensione a cui un'azione di una compagnia sovra o sotto performa rispetto la sua relazione precedente con il mercato stesso."⁶⁴ Tre differenti modelli di mercato possono essere distinti: (1) il modello mercato a fattore singolo basato sul CAPM, (2) il modello "mean adjusted" che assume un costante ex-ante prezzo dell'azione e (3) il modello market-adjusted. Quest'ultimo è applicato a questo studio ed è spiegato in dettagli nella prossima sezione.

Nel modello "market-adjusted", il rischio non sistematico, specifico all'azienda (α) è considerato pari a zero ed il rischio sistematico, specifico del mercato di un'azione (β) è considerato pari ad uno.⁶⁵ Quindi il ritorno atteso del portafoglio del mercato preso in considerazione si suppone di essere la miglior approssimazione per l'azione i . Il ritorno atteso dell'azione i nel giorno t (R_{it}) eguaglia il ritorno atteso del mercato (R_{mt}):

$$E(R_{it}) = E(R_{mt}) = R_{mt}$$

Supponendo che il ritorno corrente (R_{mt}) equivale al ritorno corrente di un portfolio di mercato $E(R_{mt})$ il ritorno effettivo è determinato dall'indice azionario. Quindi, per determinare il ritorno

⁶⁴ Jarred and Poulsen (1989)

⁶⁵ Capital Market's Assessment of European Airline Mergers and Acquisitions – The Case of Air France and KLM Dipl.-Kfm. Mark Friesen Institute for Public Services and Tourism (IDT-HSG) University of St. Gallen 2005

anormale (AR_t) la differenza tra il ritorno corrente di una compagnia ed il ritorno del corrispondente indice azionario nel giorno t è di elevato interesse:

$$AR_t = R_{u,t} - R_{m,t}$$

Siccome non esistono evidenze empiriche sulla necessità di impiegare l'asserito modello complesso di mercato il modello "*market-adjusted*" è utilizzato in questo studio.

Per ottenere le informazioni da analizzare molte richieste sono state fatte nel databank "Factiva" (Factiva®, a Dow Jones & Reuters Company, fornisce contenuti globali, incluso Dow Jones & Reuters notiziari ed il Wall Street Journal. Factiva offre contenuti multilingue coprendo circa 9.000 fonti). È stato utilizzato anche il sito Air France-KLM cercando annunci ufficiali di Air France o KLM seguendo il seguente criterio:⁶⁶

- Annunci riguardanti la fusione
- Annunci pubblicati in giorni specifici
- Annunci fatti dopo il 30 settembre 2003
- Annunci fatti dopo il 14 giugno 2004

Così un campione di 19 annunci nel periodo 13 sett. 2003 e 14 giugno 2004 riguardanti la fusione è stato determinato. La tavola seguente dà una panoramica degli annunci inclusi nello studio.

⁶⁶ *Capital Market's Assessment of European Airline Mergers and Acquisitions – The Case of Air France and KLM*
Dipl.-Kfm. Mark Friesen Institute for Public Services and Tourism (IDT-HSG) University of St. Gallen 2005

Table 5 Sequence of Events – the Merger of Air France and KLM

No.	Announcement Date	Events
1	September 30, 2003	First public announcement of planned merger and merger details
2	October 7, 2003	Announcement of further details concerning public exchange offer
3	October 16, 2003	Signing of final transaction agreement
4	October 29, 2003	Announcement 30 days after initial press release (Article 9g of BTE)
5	February 11, 2004	Filing with the U.S. Department of Justice and the European Commission
6	March 19, 2004	Announcement of further details concerning public exchange offer
7	March 31, 2004	Announcement to finalize offer and listing details
8	April 2, 2004	Announcement of the launch of the public exchange offer
9	April 5, 2004	Beginning of exchange offer acceptance period and availability of prospectus
10	April 19, 2004	Extraordinary general meeting of KLM shareholders
11	April 20, 2004	Extraordinary general meeting of Air France shareholders
12	April 29, 2004	Ruling of lawsuit against VEB in favor of Air France/KLM
13	May 3, 2004	Expiry of acceptance period for the public exchange offer
14	May 4, 2004	First announcements of public exchange offer results
15	May 5, 2004	Listing of the new Air France/KLM shares and warrants
16	May 6, 2004	Announcement of further details concerning public exchange offer
17	May 21, 2004	End of subsequent acceptance period
18	May 24, 2004	Final results of exchange offer
19	June 14, 2004	Delisting of KLM shares

Source: Air France-KLM (2003/04) and Factiva (2005).

Prima dell'annuncio ufficiale della fusione delle partecipazioni azionarie ci fu un notevole interessamento dei media su una probabile alleanza tra le due compagnie e la British Airways, rispettivamente. Siccome lo studio di queste carte si focalizza sul valore azionario dovuto alla fusione, la data del 30 Settembre 2003, essendo la prima conferma ufficiale, è stata utilizzata come data del primo evento dello studio stesso.⁶⁷ Conseguentemente, nel corso della transazione solo gli annunci particolarmente legati alla fusione sono parte dell'investigazione. Siccome Air France detiene più del 95% delle azioni di KLM, KLM è stato delistato sia dal mercato Euronext di Amsterdam che dal New York Stock Exchange il 14 Giugno 2004. Questa data segna la fine del periodo di osservazione perché dopo non è stato più misurato alcun ritorno anormale sul prezzo delle azioni KLM.

La data precisa dell'annuncio è cruciale per lo studio dell'evento. Per investigare gli effetti della data dell'annuncio, per esempio l'impatto dell'annuncio sulle informazioni riguardanti la fusione, le seguenti annotazioni sono scelte: "A" è definito come giorno dell'annuncio della fusione. "A-1" e "A+1" rappresentano il giorno prima e dopo la data dell'annuncio, rispettivamente. Per evitare effetti di sovrapposizione di informazioni degli eventi consecutive ma differenti uno stretto intervallo di tempo da "A-3" ad "A+3" è utilizzato.

⁶⁷ *Capital Market's Assessment of European Airline Mergers and Acquisitions – The Case of Air France and KLM* Dipl.-Kfm. Mark Friesen Institute for Public Services and Tourism (IDT-HSG) University of St. Gallen 2005

Per calcolare il ritorno anormale nell'ambito del modello *market-adjusted* la già conosciuta formula è applicata:

$$Art = Rit - Rmt$$

Il ritorno reale (*Rit*) di un'azione è misurato su base giornaliera e sulla differenza dal giorno precedente per la finestra dell'evento di 7 giorni [A-3, A+3]. La quotazione è presa dal Thompson Financial datastream e pertanto già aggiustato per il pagamento dividendo o aumento del capitale. *Rmt* nella formula per calcolare il ritorno anormale (*ARt*) è il ritorno di mercato che ci sarebbe stato senza le informazioni sull'evento. Come approssimazione per il ritorno del market index MSCI del prezzo delle compagnie aeree europee è stato usato.

Dopo aver determinato il ritorno attuale (*Rit*) nella finestra dell'evento (tre giorni prima e tre dopo la data dell'annuncio) lo stesso calcolo è condotto per la comparazione dell'index MSCI del prezzo aerolinee Europee. Successivamente il surplus giornaliero del ritorno può essere determinato sottraendo il ritorno di mercato (*Rmt*) dal l'effettivo ritorno dell'azione (*Rit*). Si effettua poi la media aritmetica del surplus giornaliero nel periodo di osservazione [A-3, A+3].

Per permettere la comparazione con altri studi ogni gruppo di investigazione è suddiviso in quattro intervalli di eventi: [A-3; A+1], [A-1; A], [A, A+1], e [A-1; A+1]. Il calcolo della somma del ritorno anormale (*CARt*) rispetta la procedura descritta precedentemente.

Il surplus di ritorno giornaliero stabilito (*Art*) deve essere controllato per il suo significato statistico nell'ultimo passaggio. Per escludere un singolo errore di surplus di ritorno un test ipotetico è condotto controllando l'ipotesi dello zero: "la media del ritorno anormale (*Art*) nel giorno dell'annuncio equivale a zero":⁶⁸

$$H_0 : Art = 0$$

Per calcolare la deviazione standard un periodo di osservazione di sette giorni è stato preso in considerazione. Allo scopo della statistica del test i livelli di valore dell'1%, 5% e 10% sono calcolati comparandoli con i valori critici della distribuzione normale standard. Ciascuno dei valori critici impiegati nell'investigazione del t-test sono dichiarati. Siccome il surplus di ritorno in tutte le investigazioni è assunto essere zero, un altro ipotetico test per il test dei valori può essere applicato.

⁶⁸ *Capital Market's Assessment of European Airline Mergers and Acquisitions – The Case of Air France and KLM*
Dipl.-Kfm. Mark Friesen Institute for Public Services and Tourism (IDT-HSG) University of St. Gallen 2005

Se il valore di test tAR supera il valore della t-distribuzione l'ipotesi dello zero (H_0) deve essere rigettato in accordo al livello di valore esaminato. L'apparenza dei ritorni anormali in questo caso non è casuale ma significativo. Se l'ipotesi non è rigettata il ritorno osservato è da considerare non significativo.

3.7 Risultati

Lo studio è basato su 19 Annunci concernenti il processo di fusione amichevole Air France e KLM tra settembre 2003 e Giugno 2004. Applicando una metodologia di studio dell'evento lo scopo di queste carte è di misurare il ritorno anormale del prezzo delle azioni di Air France e KLM. Come precedentemente detto i ritorni anormali sono la misura della variazione di prezzo di un'azione in una specifica finestra temporale rispetto ai ritorni aspettati dalla stessa azione in assenza dell'evento.

I risultati evidenziano che Air France, come società acquirente, ottiene positivi ritorni anormali per un breve periodo di tempo prima della data dell'annuncio, per esempio la transazione crea un valore nel breve periodo. La tavola successiva mostra il ritorno anormale cumulativo per varie finestre temporali. Nel giorno dell'annuncio i possessori di azioni Air France guadagnarono lo 0,24%, che è, comunque, non statisticamente significativa. Un ritorno anormale significativo al livello del 5% o del 10% di + 0.75% il giorno prima della data dell'annuncio [A-1] può normalmente essere osservato, è ragionevole assumere che l'evento informale abbia influenzato il mercato prima dell'annuncio ufficiale di Air France-KLM. Sebbene alcuni partecipanti (insiders) abbiano avuto accesso privilegiato ad informazioni rilevanti che hanno condotto all'acquisto di azioni Air France questi acquisti sono considerati di natura speculativa.

Per la finestra dell'evento [A-1;A] un ritorno anormale cumulativo molto più alto è stato riscontrato, lo 0.99%. Questo è significativo al livello di valore del 5 e 10 %. Questa scoperta valida il presupposto di insider trading.

Table 6 Cumulative Abnormal Returns of Air France's Share Price

Cumulative Abnormal Returns				
	[A-3:A+1]	[A-1:A]	[A:A+1]	[A-1:A+3]
CAR_t	0,32%	0,99%	-0,11%	0,51%
1% Level	2,5669			
5% Level	1,7396	**		
10% Level	1,3334	*		

In comparazione con gli studi precedenti dei mercati USA ed Europei per il controllo delle società di capitali e delle fusioni delle aerolinee, i nostri risultati sono di grande entità per esempio le nostre scoperte calzano il corpo delle evidenze empiriche.

Il fatto decisivo che emerge dalla letteratura empirica di questo contesto riguarda gli alti guadagni dei possessori di azioni della società acquisita. Come aspettato, i possessori di azioni KLM ebbero un ritorno anormale di +1,97% nel giorno dell'annuncio [A]. Quindi l'affermazione " il mercato risponde al piano piuttosto che all'offerta" risulta vera.⁶⁹ Nel giorno in cui Air France e KLM dichiararono di fondersi il prezzo di KLM balzò del 14,47%. Comunque, la perdita nei 3 giorni successivi fu superiore al guadagno del giorno dell'annuncio.

I partecipanti del mercato corressero le stime nei giorni successivi contraddicendola pretesa di una immediata riflessione delle nuove informazioni sul prezzo dell'azione. Questo indica che l'ipotesi di un mercato efficiente non è vera. Il ritorno cumulato anormale nel periodo di 3 giorni prima l'annuncio fino al giorno dopo[A-3;A+1] risultò dell'1,60%, significativo al livello del 5 e 10%. Inoltre nella finestra di 1 giorno prima- giorno dell'annuncio [A-1;A] un ritorno anormale cumulativo del 2,29% è osservato, che è statisticamente significante a livello 1%. In più, nell'intervallo tra il giorno dell'annuncio ed il giorno successivo un ritorno anormale dell'1,15% determinato, significativo al livello 10%.

Queste osservazioni fanno supporre che le informazioni sull'evento erano sul mercato prima dell'annuncio ufficiale.

⁶⁹ Banerjee and Owers, 1992

Table 7 Cumulative Abnormal Returns of KLM's Share Price

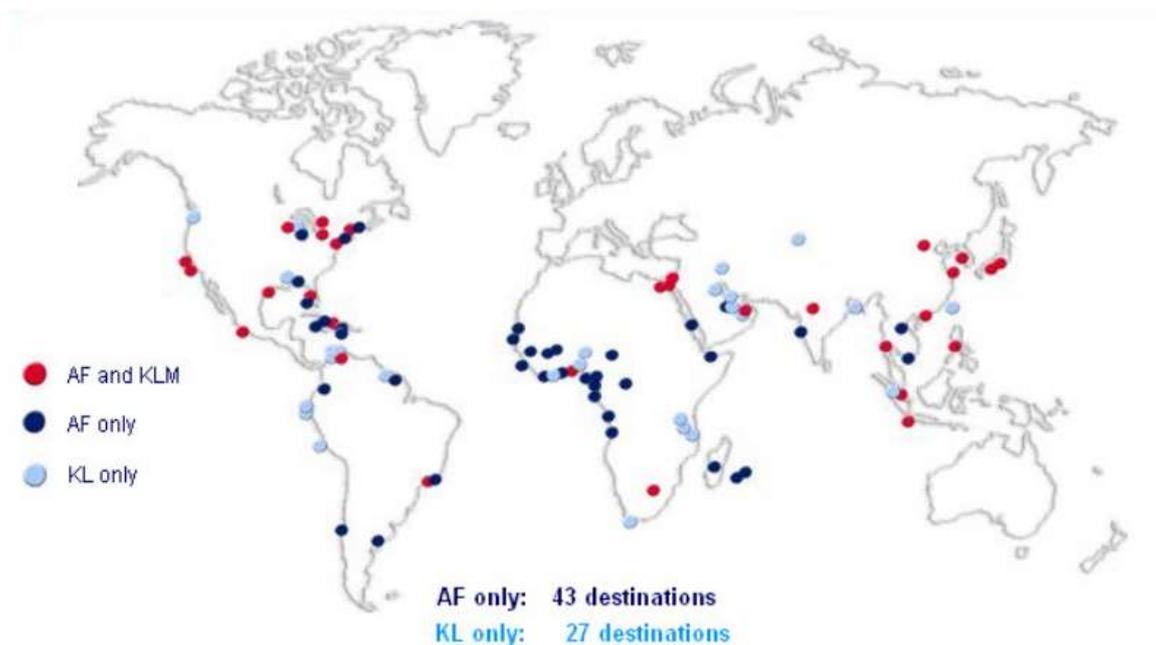
Cumulative Abnormal Returns					
		[A-3;A+1]	[A-1;A]	[A;A+1]	[A-1;A+3]
CAR_t		1,60%	2,29%	1,15%	0,92%
1% Level	2,5669		***		
5% Level	1,7396	**	**		
10% Level	1,3334	*	*	*	

Queste scoperte sembrano sottostimare gli effetti della data dell'annuncio sulla fusione di aerolinee sul prezzo delle azioni della società acquisita siccome studi empirici hanno misurato ritorni anormali del 20%. I risultati di sono quelli che meglio si adattano per le scoperte empiriche. Siccome i nostri studi riguardano una sola fusione i risultati non sono da considerare rappresentativi per tutto il settore.⁷⁰

⁷⁰ *Capital Market's Assessment of European Airline Mergers and Acquisitions – The Case of Air France and KLM* Dipl.-Kfm. Mark Friesen Institute for Public Services and Tourism (IDT-HSG) University of St. Gallen 2005

3.8 Analisi delle sinergie

Alla fine del 2003 KLM e Air France hanno annunciato un accordo, non un'alleanza ma una fusione. La nuova entità formò il più grande vettore al mondo in termini di ricavi. Nel febbraio 2004 la fusione è stata approvata dalla Commissione Europea con alcune concessioni da parte dei vettori: entrambi i vettori hanno dovuto rinunciare a 100 slot negli aeroporti per promuovere la concorrenza sui prezzi dopo la fusione. Per quanto riguarda i consumatori, i clienti di Air France ha ottenuto 40 nuove rotte e KLM 90 rotte.



71

Leo van Wijk, Presidente e Amministratore Delegato di KLM, e Jean-Cyrill Spinetta, Presidente e Amministratore Delegato di Air France, il 5 maggio 2004, annunciarono

CEO di Air France hanno annunciato:

"La fusione delle nostre due compagnie aeree è ormai cosa fatta. Oggi è una data importante per l'industria aeronautica mondiale e segna un passo essenziale nel processo di consolidamento del settore in Europa. La nuova entità, che sarà il più grande gruppo aereo al mondo per fatturato (19,2 miliardi di euro) e leader mondiale nelle sue tre attività principali: Passeggeri, Cargo e Manutenzione, ha il potenziale per sviluppare potenti sinergie. La natura complementare delle due

⁷¹ *Mergers vs. Alliances: The Air France-KLM Story Sveinn Vidar Gudmundsson Toulouse Business School, Toulouse, France, Novembre 2018*

compagnie aeree, le quali, manterranno ciascuna i propri e i loro valori unici, farà sì che il nuovo gruppo sia più attraente per i passeggeri i quali avranno accesso ad un'offerta migliorata, e creerà un valore sostanziale per gli azionisti".⁷²

Jean-Cyril Spinetta ha dichiarato in un incontro con gli analisti:

"Air France e KLM hanno optato per un concetto molto semplice: un gruppo e due compagnie aeree".

Dave Del Canho e Joeri Engelfriet, due alti dirigenti strategici di KLM, hanno spiegato quali sono state le motivazioni alla base della fusione:

"All'inizio del nuovo millennio, in KLM siamo giunti alla conclusione che di collaborare con uno dei tre principali vettori di rete europei (British Airways, Lufthansa o Air France) era inevitabile. Questo è stato il risultato della visione che a livello globale ci sarebbe stato spazio, nel tempo, solo per tre grandi alleanze, ognuna delle quali centrata in Europa. Questa è stata una strategia cruciale...".

KLM e Air France hanno identificato e valutato un certo numero di potenziali sinergie. Si prevedeva che tali sinergie avrebbero comportato un miglioramento annuo crescente di 385-495 milioni di euro sul reddito operativo consolidato del Gruppo nel quinto anno e di oltre 600 milioni di euro negli anni consecutivi. Ottimizzazione della rete, migliore organizzazione delle operazioni passeggeri e merci, l'ampliamento dell'offerta di servizi di manutenzione, nonché la riduzione dei costi di acquisto, di servizi di manutenzione, nonché la riduzione dei costi negli acquisti, nella distribuzione delle vendite e nelle applicazioni informatiche. Per i clienti, la fusione porterà una rete ampliata, tariffe interessanti e un servizio migliore su tutti i voli del nuovo Gruppo. Si stima che il 60% delle sinergie è rappresentato da risparmi sui costi e il 40% proviene da ricavi incrementali.

Le sinergie commerciali riguarderebbero principalmente:

- Riduzione dei costi: distribuzione, gestione delle stazioni, catering, ecc.
- Armonizzazione delle politiche di vendita,
- Il raggruppamento graduale dei team di vendita e operativi, a seconda delle necessità,
- la condivisione delle *lounge* aeroportuali

Il code-sharing e il coordinamento degli orari dei voli delle due compagnie aeree consentiranno ai passeggeri di avere più opzioni di destinazioni e voli in coincidenza. In questo modo, e anche con il

⁷² *Mergers vs. Alliances: The Air France-KLM Story Sveinn Vidar Gudmundsson Toulouse Business School, Toulouse, France, Novembre 2018*

supporto del miglioramento delle prestazioni di vendita, si prevede un aumento del numero di passeggeri. Air France ha una rete di medio raggio ben sviluppata nell'Europa meridionale e KLM è particolarmente forte nell'Europa meridionale. Il nuovo Gruppo sarebbe inoltre ben posizionato per rafforzare la sua rete in Europa centrale e orientale.

Per quanto riguarda la rete a lungo raggio, si procederebbe a una razionalizzazione delle rotte, in particolare verso quelle dove Air France e KLM offrono meno di 6 o 7 voli settimanali o voli con scalo. Con un'unità decisionale integrata, una rete di trasporto merci coerente e complementare inoltre, con una struttura di vendita unificata sui mercati. Air France Cargo e KLM Cargo sarebbero in grado di fornire ai propri clienti un'offerta globale, di garantire lo sviluppo del proprio personale grazie agli investimenti futuri e di generare una redditività a lungo termine.

3.9 Analisi dell'amministrazione del gruppo

Nell'area della manutenzione, Air France Industries e KLM Engineering & Maintenance implementeranno una strategia comune per sviluppare sinergie per il risparmio dei costi. Inoltre, l'armonizzazione delle tecnologie informatiche verrebbe utilizzata da entrambe le compagnie aeree per generare considerevoli risparmi sui costi nel medio termine, con ulteriori risparmi derivanti da altre attività come l'utilizzo dei simulatori e gli acquisti congiunti.

Poco dopo la realizzazione della fusione, KLM ha annunciato di essere tornata alla redditività nell'ultimo anno finanziario prima della fusione, con un utile netto di 24 milioni di euro su un fatturato di 5,87 miliardi di euro. Si trattava di un cambiamento radicale nelle sorti della compagnia aerea, dato che nell'esercizio finanziario del 2002 il vettore aveva registrato una perdita di 416 milioni di euro. Dopo la fusione il Gruppo Air France - KLM ha ottenuto buoni risultati fino al 2008. L'utile netto tra il 2003 e il 2008 è stato di 3,2 miliardi di euro. Tuttavia, dal 2009 al 2014 AF-KLM ha avuto un utile netto cumulativo negativo di quasi 6,4 miliardi di euro. La struttura organizzativa dell'accordo era la seguente: Il presidente e amministratore delegato di Air France, Jean-Cyril Spinetta, presidente e amministratore delegato di Air France-KLM e il presidente e amministratore delegato di KLM, Leo van Wijk, vicepresidente del consiglio di amministrazione dell'entità congiunta. Il Consiglio di Amministrazione sarà quello di Air France, comprendente il Presidente e l'Amministratore Delegato di KLM, due consiglieri indipendenti nominati dal consiglio di vigilanza di KLM e un amministratore nominato dallo Stato olandese. In totale, i membri del Consiglio di amministrazione saranno 26. La società quotata in borsa prenderà il nome di Air France-KLM.

Alla chiusura dell'Offerta Pubblica di Scambio (OPA) è stato ufficialmente istituito un "Comitato di Gestione Strategica" (SMC). Questo comitato è l'organo di governo del nuovo gruppo, con la responsabilità principale di definire la strategia globale del Gruppo.

Ciò include:

- Coordinamento della rete e degli hub,
- Budget e pianificazione a medio termine,
- Strategia della flotta e degli investimenti,
- Strategia delle alleanze.

Il Comitato di Gestione Strategica (SMC) è composto da quattro rappresentanti di Air France e quattro di KLM.

È presieduto dal Presidente e CEO di Air France-KLM, che detiene il voto decisivo su tutte le decisioni, ad eccezione di quelle che modificano le garanzie fornite a KLM, l'ambito delle attività del Gruppo e la conclusione di qualsiasi accordo intra-Gruppo. Ciascuna compagnia aerea operativa rimarrebbe responsabile della propria gestione commerciale e operativa su base giornaliera (risorse umane, operazioni di volo e di terra, sicurezza, ecc. e sarà inoltre responsabile dell'attuazione delle raccomandazioni formulate dall'SMC. Durante un periodo transitorio di tre anni il Consiglio di vigilanza di KLM conterà nove membri, di cui quattro nominati da Air France. Il Management di KLM sarebbe composto da cinque membri, di cui uno nominato da Air France, e reciprocamente un dirigente di KLM avrebbe fatto parte del Comitato esecutivo di Air France. Air France-KLM è stata una fusione complessa ma rapida. Nella fase iniziale, nel maggio 2004, KLM è diventata una filiale di Air France, ma poi è stata costituita una società madre nel settembre 2004. La holding Air France-KLM detiene il 100% di ogni vettore ma in termini di diritti di voto, durante il periodo di transizione 2004-2006, la holding aveva il 49% dei diritti di voto. Questo per aiutare i Paesi Bassi a verificare che la fusione fosse vantaggiosa per entrambe le parti e che venisse attuata in modo soddisfacente. Durante il periodo di transizione, una fondazione olandese avrebbe mantenuto il 36,3% dei diritti di voto di KLM mentre il governo olandese avrebbe mantenuto il restante 14,7%. Dopo il 2006, i diritti di voto verrebbero trasferiti alla holding, che detterebbero il 100% di KLM. Nella prossima tabella è possibile trovare i membri.⁷³

⁷³ *Mergers vs. Alliances: The Air France-KLM Story Sveinn Vidar Gudmundsson Toulouse Business School, Toulouse, France, Novembre 2018*

Alliance	Members
<p>oneworld</p> <p>In: 2009 (10 member airlines)</p> <p>In: 2013 (13 members)</p> <p>In: 2016 (14 members)</p>	<p><i>Founding members:</i> American Airlines, British Airways, Canadian Airlines, Cathay Pacific Airways and Qantas Airways (1 February 1999).</p> <p><i>Current members:</i> American Airlines (1999), British Airways (1999), Cathay Pacific (1999), Qantas (1999), Finnair (1999), Iberia (1999), Japan Airlines (2007), Royal Jordanian (2007), Air Berlin (2012), Malaysia Airlines (2013), S7 Airlines (2010), Sri Lankan (2013), Qatar Airways (2013), LATAM (2014)</p> <p><i>Former members:</i> Canadian Airlines (after being purchased by Air Canada, withdrew from the alliance in June 2000). Aer Lingus (joined May 2000, left April 2007), Mexicana (2009, ceased 2010), Malev (2007, ceased in 2012), LAN Airlines (joined in 2000, merged with TAM, and became LATAM in 2012).</p> <p><i>Future members:</i> Aer Lingus (expected in 2017, following an acquisition by BA).</p>

<p>SkyTeam</p> <p>In: 2009 (13 members)</p> <p>In: 2013 (19 members)</p> <p>In: 2016 (20 members)</p>	<p><i>Founding members:</i> Air France, Delta, AeroMexico and Korean Airlines (June 2000).</p> <p><i>Current members:</i> Air France (2000), Korean Airlines (2000), AeroMexico (2000), Delta (2000), CSA Czech Airlines (March 2001), KLM (2004), Aeroflot (April 2006), Kenya Airways (2007), Air Europa (September 2007), China Southern Airlines (November 2007), Aerolineas Argentinas (2012), Alitalia-CAI (2009), China Airlines (2011), China Eastern Airlines (2011), Middle East Airlines (2012), Saudia (2012), Tarom (2010), Vietnam Airlines (2011), Xiamen Airlines (2012), Garuda (2014)</p> <p><i>Former members:</i> Continental (2004-2009) and Copa Airlines (2007-2009), Alitalia-LAI (July 2001-2009, rejoined as Alitalia-CAI after reformation in 2009), Northwest Airlines (2004-2009, merged with Delta)</p>
--	---

<p>Star Alliance</p> <p>In: 2009 (24 members)</p> <p>In: 2013 (28 members)</p> <p>In: 2016 (27 members)</p>	<p><i>Founding members:</i> United Airlines, Air Canada, Lufthansa, Thai Airways International and SAS-Scandinavian Airlines (14 May 1997).</p> <p><i>Current members:</i> Lufthansa (1997), United Airlines (1997), Air Canada (1997), Thai Airways (1997), SAS (1997), Air New Zealand (1999), All Nippon Airways (1999), Austrian Airlines (2000), Singapore Airlines (2000), Asiana Airlines (2003), LOT Polish Airlines (2003), Adria Airways (2004), Croatia Airlines (2004), TAP Air Portugal (2005), South African Airways (2006), Swiss International Airlines (2006), Air China (2007), Turkish Airlines (2008), EgyptAir (2008), Aegean Airlines (2010), Avianca (2012), Brussels Airlines (2009), Copa Airlines (2012), Ethiopian Airlines (2011), EVA Air (2013), Shenzhen Airlines (2012), Air India (2014)</p> <p><i>Former members:</i> Ansett Airlines (joined March 1999, failed in 2001), Mexicana Airlines (joined July 2000, ended March 2004), VARIG Brazilian Airlines (joined October 1997, ejected 2007), Blue1 (2004-2012), Bmi British Midland, (2000-2012, absorbed into BA), Continental Airlines (2009-2011, merged with United), Shanghai Airlines (2007-2010, merged with China Eastern), Spanair (2003-2012, defunct), TAM left Star Alliance during the second quarter of FY2014 following a merger with LAN in 2012 (LATAM joined oneworld), US Airways (2004, merged with American Airlines in 2015), TACA (2012, merged with Avianca in 2013), Spanair (2003, failed in 2012), Shanghai Airlines (2007, merged with China Eastern Airlines, a Skyteam member)</p>
--	--

3.10 Analisi finanziaria

Stava iniziando la seconda fase della fusione e rimaneva da decidere se si dovesse procedere a una fusione completa delle due organizzazioni o se le entità dovessero rimanere permanentemente operazioni separate - due compagnie aeree sotto un unico ombrello. La relazione annuale 2007-8 affermava che, *"il gruppo sta lavorando a nuove fonti di sinergie che saranno generate dall'ulteriore integrazione delle due compagnie e dall'ulteriore integrazione delle due compagnie..."*.

Nell'esercizio finanziario 2009-10 il Gruppo Air France-KLM ha subito gravi contraccolpi con un calo del 15% dei ricavi a 21 miliardi di euro e una perdita operativa di 1,28 miliardi di euro che ha portato la perdita netta a 1,56 miliardi di euro. Tuttavia, il gruppo è riuscito a mantenere le riserve di liquidità a buoni livelli ed un buon rapporto di indebitamento (gearing ratio) pari allo 0,9.

Indipendentemente dalle misure adottate, le perdite sono state la prova della rapidità con cui cambiano le sorti delle compagnie aeree. Nel luglio 2017 Delta ha annunciato l'acquisizione di una quota del 10% di Air France-KLM per 375 milioni di euro e nello stesso periodo Air France-KLM ha annunciato l'acquisizione del 31% di Virgin Atlantic per 220 milioni di euro. AF-KLM e Delta in Virgin Atlantic sono arrivati all'80%, mentre il Gruppo Virgin controlla il restante 20%.⁷⁴

Uno dei motivi per cui KLM e Air France dovevano rimanere indipendenti all'inizio era la necessità di esercitare i diritti di volo conferiti dagli accordi di servizio aereo ASA, Air Services Agreements, dei rispettivi paesi. Gli ASA regolano il traffico aereo commerciale tra due Stati sovrani e designano tali diritti solo alle compagnie aeree e agli aeromobili registrati nel Paese firmatario. Ciò significa che Air France non può, in linea di principio, lanciare voli internazionali verso la Cina dall'aeroporto di Schiphol nei Paesi Bassi con aeromobili immatricolati in Francia.⁷⁵

Adesso è possibile passare ad una analisi dei bilanci consolidati. Dopodiché, un'analisi per quanto riguarda la situazione economico patrimoniale e finanziaria delle singole compagnie per avere un quadro completo sia della situazione post-fusione sia della situazione pre-fusione, per comprendere meglio il cambiamento che ha portato questa operazione straordinaria alle due compagnie di bandiera francese ed olandese.

⁷⁴ *Mergers vs. Alliances: The Air France-KLM Story Sveinn Vidar Gudmundsson Toulouse Business School, Toulouse, France, Novembre 2018*

⁷⁵ *Mergers vs. Alliances: The Air France-KLM Story Sveinn Vidar Gudmundsson Toulouse Business School, Toulouse, France, Novembre 2018*

in € millions (1)	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010/09	2009/08	2008/07	2007/06	2006/05	2005/04
ASSETS													
Goodwill	216	218	247	243	237	252	426	401	400	377	204	208	205
Intangible assets	1122	1066	1018	1009	896	842	774	612	559	475	424	428	437
Flight equipment	9921	9119	84743	8728	9391	10048	10689	11349	12125	12 280	11 551	11 017	10 394
Other property, plant and equipment	1492	1480	1670	1750	1819	1932	2055	2252	2313	2 193	2 007	1 955	1 895
Investments in equity associates	301	292	118	139	177	383	422	446	446	177	228	204	577
Pension assets	590	1462	1773	1409	2454	3470	3217	2733	2499	2 245	2 097	1 903	1 767
Other financial assets (2)	1242	1064	1224	1502	1963	1665	2015	840	938	985	1121	1189	1253
Deferred tax assets	234	176	702	1031	434	1151	-	-	-	-	-	-	-
Other non-current assets	239	448	295	243	113	152	1311	1122	1440	1 810	604	1 082	336
Total non-current assets	15357	15325	15790	16054	17484	19895	20909	19755	20720	20 542	18 236	17 986	16 864
Assets held for sale	0	0	4	3	91	7	-	-	-	-	-	-	-
Other short-term financial assets (3)	421	130	967	787	1031	933	751	517	580	303	689	932	201
Inventories	557	566	532	538	511	521	585	537	527	507	360	340	382
Trade accounts receivable	2136	1868	1800	1728	1775	1859	1774	2142	2038	2 569	2 610	2 518	2 272
Income tax receivables	-	-	-	-	-	11	10	1	2	3	7	1	6
Other current assets	1264	1105	1138	961	845	828	995	979	1 065	2 385	1 271	1 756	969
Cash and cash equivalents	4673	3938	3104	3159	3684	3420	2283	3751	3748	4 381	3 497	2 946	2 500
Total current assets	9051	7807	7545	7176	7937	7579	6408	8020	8053	10 148	8 434	8 493	6 330
TOTAL ASSETS	24408	22932	23335	23230	25421	27474	27317	27775	28773	30 690	26 670	26 479	23 194
LIABILITIES AND EQUITY													
Issued capital	429	300	300	300	300	300	300	2552	2552	2 552	2 375	2 290	2 290
Additional paid-in capital	4139	2971	2971	2971	2971	2971	2971	719	765	765	539	430	384
Treasury shares	-67	-67	-85	-86	-85	-85	-89	-106	-124	-119	-30	-58	-19
Reserves and retained earnings	-2099	-2520	-3561	-3856	941	1738	2858	2198	2429	7 338	5 415	5 072	3 254
Equity attributable to equity holders of Air France - KLM	3002	1284	225	-671	2245	4924	6040	5363	5622	10 536	8 299	7 734	5 909
Minority interests	13	12	48	39	48	56	54	55	54	78	113	119	111
Total Equity	3015	1296	273	-632	2293	4980	6094	5418	5676	10 614	8 412	7 853	6 020
Provisions and retirement benefits	2202	2119	1995	3491	3102	2287	2061	1432	1334	1 439	1 387	1 453	1 516
Other provisions	1710	1673											
Long-term debt	6064	7431	7060	7994	8596	9565	9228	9222	7864	6 914	7 419	7 826	7 889
Deferred tax	11	-12	11	14	178	431	466	418	339	1 713	891	839	313
Other non-current liabilities	361	284	484	536	397	384	321	818	2,170	819	401	417	481
Total non-current liabilities	10348	11495	11063	12035	12273	12667	12076	11890	11707	10 885	10 098	10 535	10 199
Provisions	488	654	742	731	670	555	156	696	480	441	225	192	124
Current portion of long-term debt	1378	1021	2017	1885	2137	1434	1174	1825	1353	905	1 098	1 260	1 044
Trade accounts payable	2365	2359	2395	2444	2369	2219	2599	2032	1887	2 218	2 131	2 039	1 901
Deferred revenue on ticket sales	2889	2517	2515	2429	2371	2115	1885	2340	2131	2 279	2 217	2 062	1 656
Current tax liabilities					3	6	11	11	11	25	21	167	8
Frequent Flyer Programs	819	810	760	759	755	770	784	na	na	na	na	na	na
Other current liabilities	3100	2775	3567	3330	2329	2474	2386	2597	4322	3 151	2 335	2 269	1 980
Bank overdrafts	6	5	3	249	166	257	157	116	282	172	133	102	262
Total current liabilities	11045	10141	11999	11827	10855	9827	9147	10467	11390	9 191	8 160	8 091	6 975
TOTAL LIABILITIES/ EQUITY	24408	22932	23335	23230	25421	27474	27317	27775	28773	30 690	26 670	26 479	23 194

In questi due paragrafi è possibile vedere la situazione patrimoniale e finanziaria del gruppo AIR France – KLM. E' possibile notare come l'attivo circolante sia sempre aumentato nel corso del tempo (2004-2017) grazie al periodico incremento della liquidità a breve nella nuova società. Per quanto riguarda l'attivo immobilizzato è pressochè rimasto uguale data la difficoltà per reperire questo tipo

di attività nel settore. Dove, dall'altra parte, le passività consolidate sono rimaste stabili nel periodo compreso tra il 2008 ed il 2014, diminuite però nell'ultimo periodo compreso tra il 2014 ed il 2017. In aumento le passività a breve termine, per tutto il periodo. In questo caso, essendo un settore con un elevato livello di capitali che devono essere immessi per la vita aziendale risulta essere una situazione normale, od anche migliore rispetto ad altre compagnie aeree con gravi problematiche finanziarie.⁷⁶

Voci di bilancio	2017	2018	2019	2020	2021
Stato Patrimoniale					
Totale attività non correnti	15357,000	21261,000	22196,000	20316,000	19954,000
Totale attività correnti	9051,000	7796,000	8539,000	9895,000	10729,000
Totale attivo	24408,000	29057,000	30735,000	30211,000	30683,000
Totale passività non correnti	10348,000	14875,000	15787,000	23851,000	22773,000
Totale passività correnti	11045,000	12317,000	12649,000	11778,000	11726,000
Totale patrimonio netto	3015,000	1865,000	2299,000	-5418,000	-3816,000
Totale Passivo	24408,000	29057,000	30735,000	30211,000	30683,000

Nell'ultimo periodo, compreso tra il 2017 ed il 2021, è possibile notare come sia l'attivo immobilizzato sia aumentato parallelamente ad un aumento delle passività consolidate. La passività corrente, è rimasta pressochè uguale ma nell'ultimo triennio è possibile notare come le attività correnti siano aumentate. Questi cinque anni sono stati, comunque caratterizzati dalla presenza della pandemia da Covid-19 ed il settore ne ha risentito fortemente data l'impossibilità di viaggiare. Infatti è possibile ora analizzare il conto economico e vedere come si è sviluppato nel tempo.⁷⁷

⁷⁶ *Mergers vs. Alliances: The Air France-KLM Story Sveinn Vidar Gudmundsson Toulouse Business School, Toulouse, France, Novembre 2018*

In € millions	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010/09	2009/08	2008/07	2007/06	2006/05	2005/04
SALES	25781	24846	25691	24912	25520	25633	24363	20994	23970	24 114	23 073	21 448	19 467
Other revenues	3	2	2	18	10	16	39	5	5	4	4	4	5
EXTERNAL EXPENSES	-15373	-14263	-15768	-15791	-15997	-16432	-15517	-13243	-14930	-13 814	-13 100	-12 090	-10 916
Aircraft fuel	-4507	-4597	-6183	-6629	-6897	-7328	-6438	-4725	-5703	-4 572	-4 258	-3 588	-2 721
Chartering costs	-403	-424	-430	-438	-455	-556	-571	-487	-624	-658	-646	-605	-565
Aircraft operating lease costs	-1088	-1073	-1027	-873	-913	-957	-848	-721	-646	-611	-600	-637	-611
Landing fees and en route charges	-1905	-1900	-1947	-1840	-1839	-1862	-1818	-1707	-1793	-1 755	-1 705	-1 610	-1 504
Catering	-784	-445	-462	-591	-589	-595	-577	-472	-483	-470	-419	-405	-399
Handling charges and other operating costs	-1755	-1565	-1536	-1476	-1405	-1389	-1342	-1281	-1353	-1 331	-1 232	-1 203	-1 100
Aircraft maintenance costs	-2424	-2469	-2372	-1356	-1303	-1151	-1172	-1065	-1223	-1 038	-894	-740	-683
Commercial and distribution costs	-935	-905	-896	-870	-852	-876	-847	-854	-1010	-1 176	-1 201	-1 232	-1 435
Other external expenses	-1574	-1958	-1942	-1718	-1744	-1718	-1904	-1931	-2195	-2 203	-2 145	-2 070	-1 898
Salaries and related costs	-7624	-7474	-7464	-7316	-7482	-7660	-7460	-7388	-7317	-7 018	-6 609	-6 357	-6 136
Taxes other than income taxes	-158	-164	-155	-169	-186	-184	-191	-216	-250	-250	-263	-228	-227
Amortization and depreciation	-1776	-1665	-1607	-1718	-1725	-1591	-1642	-1640	-1604	-1 606	-1 782	-1 656	-1 601
Provisions	-	-	-	-	-	-157	-55	-35	-115	-17	-8	-109	-32
Other income and expenses	635	842	1110	-65	-10	75	110	258	112	-8	5	-76	-7
INCOME FROM CURRENT OPERATIONS	1488	1049	780	-129	130	-300	-353	-1285	-129	1 405	1 240	936	553
Sales of aircraft equipment	18	21	-5	-	-12	7	16	-21	5	9	13	2	19
Sales of subsidiaries	-	-	-	-	-	-	-	-	-	46	1	-1	-21
Gain on disposals of subsidiaries and affiliates	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0	3	0
Negative goodwill	-	-	-	-	-	-	-	-	17	40	-	5	1 354
Other non-current income and expenses	-1925	46	305	880	-345	-587	-143	-326	-66	-228	-21	510	26
INCOME FROM OPERATING ACTIVITIES	-419	1116	1080	751	-227	-880	-480	-1632	-193	1 272	1 233	1 455	1 931
Income from cash and cash equivalents	35	49	62	76	77	83	92	106	268	288	267	168	127
Cost of financial debt	-249	-309	-372	-446	-481	-436	-463	-410	-368	-387	-407	-392	-356
Net cost of financial debt	-214	-260	-310	-370	-404	-353	-371	-304	-100	-99	-140	-224	-229
Foreign exchange gains (losses), net	-	8	8	-	-	-	-	13	6	-71	-3	-13	-4
Change in fair value of assets and liabilities	-	-	-	-	-	-	-	-	-	65	43	6	0
Other financial income and expenses	116	-33	-604	-318	103	139	-180	-193	-911	-18	-15	-24	-6
INCOME BEFORE TAX	-517	823	166	63	-528	-1094	-1031	-2129	-1204	1 149	1 118	1 200	1 692
Income taxes	229	-294	-30	-209	-957	-27	245	586	439	-358	-248	-256	-133
NET INCOME OF CONSOLIDATED COMPANIES	-288	-529	-136	-146	-1485	-786	-786	-2715	-1643	791	870	944	1 559
Share of profits (losses) of associates	21	-7	-35	-39	-211	-66	-19	-17	-42	-24	17	-23	73
INCOME FROM OPERATIONS	-267	522	101	-185	-1696	-1187	-805	-2732	-1685	767	887	921	1 632
Net income from discontinued operations	-8	270	26	-4	-122	-	-	-	-	-	-	0	59
NET INCOME	-275	792	127	-198	-1827	-1187	-805	-1560	-807	767	887	921	1 691
Minority interest	1	0	9	9	9	5	3	-1	7	-19	4	-8	13
NET INCOME - GROUP	-274	792	118	-189	-1818	-1182	-802	-1559	-814	748	891	913	1 704

78

Nel periodo compreso tra il 2004 ed il 2017 è possibile notare come i ricavi siano aumentati notevolmente dall'inizio. In relazione anche i costi sono cresciuti durante il periodo provocando per molti anni risultati netti in negativo dovuti anche ai valori negativi delle entrate dovute dalle operazioni correnti e dall'attività operativa. E' anche possibile notare come le voci di costi come il

⁷⁸ *Mergers vs. Alliances: The Air France-KLM Story Sveinn Vidar Gudmundsson Toulouse Business School, Toulouse, France, Novembre 2018*

catering siano aumentati sintomo di una crescita sotto il profilo dell'esperienza del cliente. Voci come le tasse aeroportuali e del carburante siano aumentate notevolmente dovute principalmente ad un aumento dei voli da parte della compagnia ed in parte da fattori esterni come, per esempio, il costo unitario per gallone del carburante e dei singoli aeroporti.⁷⁹ Come detto precedentemente, le entrate da operazioni correnti e dalla gestione operativa sono stati valori positivi per molti periodi però compromettendo il risultato netto per quegli anni in cui è stato negativo.

Voci di bilancio	2017	2018	2019	2020	2021
Totale ricavi	25784,000	26515,000	27189,000	11088,000	14315,000
EBITDA	3246,000	4205,000	3997,000	-3141,000	-161,000
Risultato operativo	-419,000	1320,000	1010,000	-6000,000	-2532,000
Utile ante imposte	-496,000	638,000	369,000	-6986,000	-3576,000
Risultato netto di competenza del Gruppo	-274,000	409,000	290,000	-7078,000	-3292,000

80

Nel periodo compreso tra il 2017 ed il 2021, i ricavi sono diminuiti del 44% possibile dovuti dalla pandemia da Covid-19. Anche l'EBITDA⁸¹ si è ridotto notevolmente insieme al risultato operativo. Per quanto riguarda gli indici di bilancio degli ultimi 5 anni, indicando un decremento del ROI,

Indici di bilancio					
Return on assets %	-1,717	4,543	3,286	-18,800	-8,252
Return on investments %	-8,968	16,440	11,958	-106,553	-57,545
Return on equity %	-9,127	22,072	12,697	130,422	86,088
Ebitda margin %	12,589	15,839	14,701	-28,328	-1,125
Ebit margin %	-1,625	4,978	3,715	-54,113	-17,688
E margin %	-1,063	1,543	1,067	-63,835	-22,997
Posizione finanziaria netta comunicata	1657,000	6164,000	6147,000	11049,000	8216,000
Debt/Ebitda	0,510	1,466	1,538	-3,518	-51,031
Debt to Equity	0,550	3,305	2,674	-2,039	-2,133
Tax Rate	46,169	35,580	20,596	-1,388	7,886

⁷⁹ *Mergers vs. Alliances: The Air France-KLM Story Sveinn Vidar Gudmundsson Toulouse Business School, Toulouse, France, Novembre 2018*

⁸⁰ *Evaluation.it*

⁸¹ *Earnings before interest tax depreciation and amortization*

Return on Investment, al -50%. Dal punto di vista patrimoniale registriamo una diminuzione del rapporto debt to equity da 0,55 a 2,15 ed un indebitamento finanziario netto di circa 8 milioni di euro.

Questa è una breve riflessione riguardante la situazione economico-finanziaria della società Air France-KLM. Adesso per completare un quadro è possibile analizzare la parte finanziaria ed economica delle società in questione prima della fusione.

<i>KLM Consolidated Statement of Earnings</i>					
	2002/2003	2001/2002	2000/2001	1999/2000	1998/1999
Traffic Revenue					
Passenger	4,763	4,810	5,017	4,563	4,431
Cargo	1,017	1,016	1,109	945	870
Other revenue	705	706	834	788	746
Operating revenues	6,485	6,532	6,960	6,296	6,047
Operating expenses	6,618	6,626	6,683	6,201	5,854
Operating result	(133)	(94)	277	95	193
Financial income and expense	(98)	(134)	(138)	(112)	(82)
Results on sale of assets	(42)	10	27	(8)	32
Results of holdings	2	(6)	(17)	54	116
Pretax result before extraordinary items	(271)	(224)	149	29	259
Taxes	85	68	(73)	(26)	(52)
After tax result before extraordinary items	(186)	(156)	76	3	207
Extraordinary items after tax	(230)	-	-	334	-
Share of third parties	-	-	1	-	-
Net result	(416)	(156)	77	337	207

Da questo grafico è possibile analizzare come i risultati ore fusione siano stati negativi gli ultimi anni dovuti da eventi straordinari. Un andamento costante dei ricavi derivanti dal trasporto aereo commerciale e civile ma caratterizzati da due anni negativi per quanto riguarda il risultato operativo nonostante tre anni di chiusura in positivo.

Per quanto riguarda la situazione patrimoniale-finanziaria, a differenza dell'attivo immobilizzato, l'attivo circolante è diminuito dove anche le passività consolidate dopo un rialzo sono tornate stabili.⁸²

⁸² *Mergers vs. Alliances: The Air France-KLM Story Sveinn Vidar Gudmundsson Toulouse Business School, Toulouse, France, Novembre 2018*

KLM Consolidated Balance Sheet (until the merger)

Year Ended 31 March

(in millions of Euros)

	2002/2003	2001/2002	2000/2001
Fixed assets			
Intangible fixed assets	66	56	68
Tangible fixed assets	4,982	5,104	5,233
Financial fixed assets	1,289	1,264	822
Total	6,337	6,424	6,123
Current assets			
Operating supplies	222	257	298
Accounts receivables	998	1,233	1,324
Marketable securities	-	8,6472	6
Cash	608	1,027	839
Total	1,828	2,519	2,467
Current liabilities	2,190	2,092	2,057
Current assets less current liabilities	(362)	427	410
Assets less current liabilities	5,975	6,851	6,533
Long-term debt			
Subordinated perpetual debt	544	591	560
Other long-term debt	3,427	3,826	3,126
Total	3,971	4,417	3,686
Provisions	271	177	499
Deferred credits	256	265	287
Group equity			
Stockholders' equity	1,476	1,992	2,061
Share of third parties	1	-	-
Total	1,477	1,992	2,061
Grand Total	5,975	6,851	6,533

Dall'altra parte abbiamo una situazione più grande in termini numerici di KLM. Air France era già all'epoca la compagnia di bandiera francese, leader nel settore aeronautico con già all'attivo molte tratte. I ricavi rispetto alla società KLM sono tre volte più alti, anche i costi di conseguenza però riuscendo a mantenere una costante livello di risultato operativo positivo. Sintomo di una buona gestione da parte della società e che il risultato netto positivo non proviene solamente da eventi straordinari.⁸³ Risultato netto, appunto, sempre in positivo gli anni prima della fusione. Dal conto economico, quindi, si evidenzia in Air France una buona situazione generale grazie soprattutto alla buona gestione del management, dove sono riusciti a portare questa compagnia in alto nel settore e soprattutto per l'ottima fusione nel 2004.

⁸³ *Mergers vs. Alliances: The Air France-KLM Story Sveinn Vidar Gudmundsson Toulouse Business School, Toulouse, France, Novembre 2018*

Air France Consolidated Financial Statement (until the merger)
Year Ended 31 March

(in million of Euros)

	2002/2003	2001/2002	2000/2001
Operating revenues	12,687	12,528	12,280
External expenses	(7,174)	(7,466)	(7,490)
Salaries and related costs	(3,856)	(3,738)	(3,436)
Taxes other than income tax	(187)	(163)	(154)
Gross operating result	1,470	1,161	1,200
Change to depreciation/amortization, net	(1,195)	(972)	(915)
Change to operating provisions, net	(115)	(39)	62
Gain on disposal of flight equipment, net	30	78	88
Other operating income and changes, net	2	7	8
Operating income	192	235	443
Restructuring costs	(13)	(11)	(5)
Net financial charges	(85)	(112)	(137)
Gains on disposals of subsidiaries and affiliates, net	4	24	96
Pretax income (loss)	98	196	397
Share in net income of equity affiliates	29	31	45
Amortization of goodwill	(16)	(16)	(62)
Income (loss) before income tax and minority interests	111	151	380
Income tax	13	5	45
Income (loss) before minority interests	124	156	425
Minority interests	(4)	(3)	(4)
Net income (loss)	120	153	421
Earnings (loss) per issued share (in euros)	0.56	0.69	1.91
Earnings (loss) per share (in euros)			
- basic	0.56	0.70	1.93
- diluted	0.56	0.70	1.93

CONCLUSIONI

In conclusione, la fusione tra le due compagnie di bandiera, Air France e KLM, è cresciuta ogni anno al punto da diventare leader nel settore. La fusione, infatti, ha apportato un maggior valore sia a livello quantitativo che qualitativo alle due società in questione.

Il settore aeronautico è particolarmente competitivo soprattutto nel medio-corto raggio, dove si stanno insediando nuove compagnie *low-cost*. Quest'ultime stanno prendendo sempre più piede e, di conseguenza, più quote di mercato: molte compagnie, infatti, si sono trovate i bilanci deteriorati a causa della concorrenza e sono giunte, in alcuni casi, al fallimento. Il gruppo Air France-KLM riesce comunque a bilanciare le tratte corte e medie con quelle lunghe, mantenendo un rapporto qualità-prezzo ottimo (rispetto alle nuove compagnie low cost) e la propria fetta di mercato.

L'analisi finanziaria, però, ha evidenziato una situazione leggermente in calo negli ultimi anni per il gruppo Air France-KLM dovuta a diverse problematiche, soprattutto la pandemia da Covid-19, dalla quale si sta uscendo e riprendendo un'andamento normale già dall'anno 2022. Di conseguenza, si aspettano dei risultati positivi già nei prossimi anni con un valore di EBIT ed EBITda positivi e anche l'utile netto in positivo.

Questa fusione, in linea generale, è stata di grande aiuto per le due società, per il settore aeronautico e per il mondo dell'aviazione. Ha generato alti livelli di sinergie ed è riuscita a performare sotto ogni aspetto.

BIBLIOGRAFIA

Aviation benchmarking Issues and industry insights from benchmarking results Peter Mackenzie-Williams Transport Research Laboratory, Crowthorne House, Wokingham, UK, p. 112

Capital Market's Assessment of European Airline Mergers and Acquisitions – The Case of Air France and KLM Dipl.-Kfm. Mark Friesen Institute for Public Services and Tourism (IDT-HSG) University of St. Gallen 2005

Jarred and Poulsen (1989)

Marren (1993, pag. 195)

MERGER MOTIVES AND MERGER PRESCRIPTIONS, FRIEDRICH TRAUWEIN University of Bochum, Hurth, West Germany, (1990) vol. 11 pag 283-295

Merger and acquisition: definitions, motives and market responses. Jennifer Piesse, Cheng-Few Lee, Usa Lin Lin, Hsien Chang Kuo

Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFOs Tarun K. Mukherjee, Halil Kiyamaz, and H. Kent Baker

Mergers vs. Alliances: The Air France-KLM Story Sveinn Vidar Gudmundsson Toulouse Business School, Toulouse, France, Novembre 2018

Milgrom e Roberts, 1992, p. 24

Planning for Post-merger Integration Eight Lessons for Merger Success Alex F. De Noble Loren T. Gustafson Michael Hergert., p 82 – 88

Porter, 1985

Ross et al., 2002, p. 827

Socio-economic and demographic factors that contribute to the growth of the civil aviation industry. Sri Addepalli, Gerardo Pagalday, Kostantinos Salonitis, Rajkumar Roy, 2017

RIASSUNTO

Con il passare degli anni sono aumentati i metodi ed i modi di crescita aziendale. È possibile notare come esistono una grande quantità di metodi di crescita utilizzati nel passato e come molti di questi diventino anche una scelta strategica che consente di rafforzare le competenze *core* della società in essere. Negli ultimi dieci anni le fusioni, le *mega-fusioni* e le acquisizioni sono aumentate esponenzialmente rispetto al decennio precedente. Ciò ha permesso dei cambiamenti strutturali in alcuni settori ed hanno attirato un'attenzione a livello internazionale permettendo l'ampliamento di questa pratica. È stato osservato come alcune società in difficoltà sono "predatori" rendendo in questo modo imprevedibile il mercato. Diverse opzioni di finanziamento sono associate alle acquisizioni di società. Iniziando con la differenza tra acquisizione e fusione è possibile trovare:

L'acquisizione orizzontale è, per definizione, definizione l'integrazione di due società le quali operano nello stesso settore. Si è soliti attuare questo tipo di acquisizioni in quanto è più facile raggiungere economie di scala. In altre parole, aumentando la capacità produttiva si riesce ad abbassare il costo unitario dei prodotti.

L'acquisizione verticale, invece, differisce dall'orizzontale – come è facile dedurre - per il suo sviluppo verticale nel processo produttivo. Per questo motivo abbiamo due tipi di acquisizione verticale: "a monte" verso i fornitori, ovvero coloro che forniscono le materie prime, e "a valle" verso il consumatore. Questa manovra di acquisizione verticale permette di ottenere un maggiore controllo nella catena produttiva in modo tale da rendere più facile gestire e coordinare il processo produttivo (esempio ABC television).

In ultima istanza analizziamo l'acquisizione conglomerale, diversa da ciò che è stato spiegato precedentemente. In questo caso le imprese acquisite non sono correlate con la linea di business, il che consente di utilizzare le risorse in modo complementare. Dopodiché, passando ad analizzare la fusione è possibile trovare:

Da questo prospetto vengono indicati due modi di fusione diversi:

- Per incorporazione
- Per unione

Nel primo caso, una delle due (o più) società partecipanti rimane in vita mentre l'altra (le altre) si estinguono. In questo caso si possono creare due tipi di situazione, dipende dalla partecipazione dell'incorporante nell'incorporanda. Per contro, nel caso dell'unione due (o più) società si estinguono dando vita ad una società di nuova costituzione.

Vi sono diversi motivi per cui una società è intenzionata ad intraprendere una fusione:

- Strategie di crescita
- Strategie di mantenimento
- Strategie finanziarie
- Strategie legate ad obiettivi extra economici

Le strategie di crescita sono legate in primis a livelli di grandezza della società. Per grandezza della società si intende un aumento di dimensioni. Questo aumento di dimensioni può essere collegato a molteplici fattori. Un aumento in questi termini può essere legato anche ad un aumento della capacità produttiva della società, la quale, può portare al raggiungimento di economie di scala. Quando vi è fusione è possibile, utilizzare in combinazione le risorse e le competenze raggiungendo così equilibri ad elevate dimensioni.

La seconda strategia, di mantenimento, proprio come fa capire il termine riguarda principalmente lo snellimento del processo produttivo e delle funzioni operative della società. Per esempio, è possibile eliminare le carenze operative in modo tale da migliorare l'efficienza produttiva. In questo caso, è anche possibile razionalizzare i processi produttivi, per migliorare le prestazioni dei singoli passaggi.

La terza strategia riguarda una motivazione strettamente di origine finanziaria. In alcuni casi, una società può intraprendere questa operazione straordinaria perché l'incorporata possiede un'elevata capacità liquida.

In conclusione, è possibile che vi siano motivi oltre i precedenti elencati. Per esempio, è possibile che una fusione faccia crescere il livello di prestigio dei manager, oppure, riesca a far diversificare l'investimento degli azionisti.

Elemento importante della fusione è la fase post-fusione, che è possibile identificarla sotto diversi aspetti. Gli osservatori del settore hanno identificato l'integrazione post-fusione come un fattore critico per il successo a lungo termine delle fusioni. Nonostante gli avvertimenti dei ricercatori sulla necessità di considerare le questioni relative all'integrazione, i dati suggeriscono che, i manager praticanti in genere non prestano attenzione alla fase post-fusione dell'intero processo di acquisizione. Un processo di fusione potrebbe portare a delle situazioni non in linea con quanto era determinato prima della fusione. Di conseguenza è possibile identificare otto linee guida da seguire per ottenere un buon andamento:

- Concentrarsi sulle fonti dei problemi, non sui sintomi

- Coinvolgere il management
- Incrociare i team manageriali
- Anche le persone contano
- Trovare i costi nascosti
- Il cambiamento della cultura aziendale
- Collegamento tra la strategia e struttura
- Prima è meglio che dopo

In prima istanza è possibile notare come sia importante analizzare a monte la causa di problemi che potrebbero sorgere in ogni fase del processo di fusione. È possibile che durante la fase di negoziazione vi siano determinati problemi sotto il profilo, per esempio, del *reporting* o del controllo che si creano nel nuovo ente.

Nel secondo caso, è necessario coinvolgere il *line* management. Questo è importante poiché consente di attuare con successo tutti gli elementi del piano di fusione.

Incrociare i vari team manageriali ogni volta che si verifica un problema può essere di grande aiuto nella fase post-fusione. È importante creare uno spirito di squadra anziché una mentalità singola.

Anche le persone contano. Spesso le fusioni sono viste come un semplice acquisto di tecnologia e processi ma in molti casi l'elemento umano è la chiave.

In una fusione è possibile che si vengano a creare situazioni che creino delle uscite non palesi. Dopo la fusione, per creare l'efficienza desiderata, può essere richiesto alla società degli sforzi maggiori. In questo caso è importante analizzare bene le situazioni in modo tale da evitare costi indesiderati.

L'azienda deve essere consapevole che non si tratta di un semplice acquisto di prodotti. Il management deve riconoscere che l'azienda viene acquisita potrebbe avere una cultura differente rispetto all'altra e può essere difficile da cambiare. Infatti se la cultura aziendale è diversa il management deve sviluppare una strategia in modo tale da gestire questa situazione.

Il principio di base della strategia aziendale è che la struttura organizzativa deve riflettere correttamente la strategia di fondo dell'organizzazione per avere successo.

Negli ultimi decenni, la domanda del settore dell'aviazione civile è continuata a crescere. Un comunicato dell'ICAO rilasciato nel gennaio 2017 ha riferito che l'anno precedente sono state registrate 35 milioni di partenze a livello globale, con un traffico aereo, espresso in ricavi passeggeri-chilometro o RPK, pari a 7.015 miliardi. L'Air Transport Bureau ha riportato una crescita del 7,6% su base annua nel periodo 2015-16, confermando la continua crescita e l'impressionante espansione del settore in termini di RPK.

I fattori che contribuiscono alla crescita del settore sono definiti i fattori "*Push*" e "*Pull*". I fattori "*push*" possono essere riferiti a quei fattori interni che spingono il settore ad adattarsi e a consumare i prodotti. Questi fattori sono intrinseci e dipendono da conoscenze socioeconomiche, demografiche e delle conoscenze di mercato. I fattori "*pull*", invece, sono forze esterne che attraggono il settore per influenzare il consumo dello stesso prodotto. Questi fattori "*pull*" dipendono fortemente dalle esigenze e dai comportamenti dei consumatori. Come per esempio, l'attrattiva, la convenienza e l'accessibilità attraverso caratteristiche tecnologiche innovative, il prezzo, la qualità e una serie di parametri dipendenti. Sono stati individuati diversi fattori, detti, KPI (*key performance indicator*) a supporto di ciò:

- Sociali
- Economici
- Demografici

Le dimensioni sociali, riescono a far capire come la domanda per i vari voli e aeromobili varia tra le varie regioni del mondo. Nonostante ciò, i modelli di domanda sono molto più influenzati da fattori economici e demografici ed è molto difficile identificare i fattori sociali come ruolo chiave di interpretazione.

In seconda istanza, è possibile passare ad analizzare le ragioni economiche che influenzano questo settore. In questa industria, l'economia gioca un ruolo importante nella crescita del settore. Per analizzare un quadro maggiore, negli ultimi 20 anni, secondo AIRBUS GMF 2016 si stima che la domanda di nuovi aeromobili passeggeri e merci si aggiri a circa 33 mila unità per un valore di mercato di oltre 5,2 miliardi di dollari.

La demografia è un elemento importante che dipende dalla crescita della popolazione e della sua attitudine a viaggiare in aereo. I paesi emergenti ed in via di sviluppo continuano a subire importanti cambiamenti sotto ogni aspetto. Ciò influenzerà il fabbisogno di aeromobili con posizioni diverse a

seconda delle regioni. Sia la quantità di una popolazione che la “qualità” intesa come percentuale di persone intente a viaggiare, bisogna prendere in considerazione per analizzare per comprendere le domanda futura di aeromobili.

Passiamo ora alle misure di performance delle compagnie aeree, iniziando dai ricavi unitari nella prossima tabella. Per poi considerare la parte finanziaria degli aeroporti.

Airline	SDRs
KLM	305.5
Cathay Pacific	244.9
Lufthansa	243.9
British Airways	240.2
Singapore Airlines	225.0
Air France	215.2
Qantas	166.6
United Airlines	156.5
Ryanair	45.6

Source: Transport Research Laboratory (2003b)

Vengono mostrati i risultati di nove compagnie aeree, in quanto KLM è la compagnia aerea con la posizione più alta in questa misura nel campione TRL. Si nota subito che la differenza tra le compagnie aeree che occupano i primi posti e quelle che si trovano in fondo alla classifica è di gran lunga inferiore. Differenza tra le compagnie aeree che occupano il primo e il secondo posto in classifica (un rapporto di 6,7 a 1) rispetto alle delle due misure dei ricavi aeroportuali discusse in precedenza, che presentano entrambe una differenza di 15 a 1 tra gli aeroporti in coda alla classifica.

Passiamo ora ad analizzare i ricavi commerciali per passeggero. Il potenziale maggiore per gli aeroporti di migliorare la propria posizione finanziaria è quello di sfruttare maggiormente i ricavi commerciali. Questi possono derivare da un'ampia gamma di servizi o attività, tra cui gli affitti dalle compagnie aeree per gli uffici, gli accordi di concessione con i rivenditori o lo sviluppo di terreni all'interno del perimetro aeroportuale aeronautici.

Le entrate commerciali sono sempre più considerate vitali per gli aeroporti in quanto rappresentano un modo con il quale gli aeroporti possono moderare le tasse aeronautiche, rendendo così più facile attrarre le compagnie aeree per introdurre nuovi servizi o espandere quelli esistenti.

Airport	SDRs
Tokyo	11.55
Hong Kong	8.62
London Heathrow	7.99
Singapore	7.10
Frankfurt (without adjustment)	6.57
Frankfurt (with adjustment)	5.47
Sydney	4.20
Aéroports de Paris	4.05
Amsterdam	3.72
San Francisco	3.28
Swedish Airports Group	0.76

Source: Transport Research Laboratory (2003a)

La fusione tra Air France e KLM puntava a proteggere i marchi, loghi e le identità di entrambe le compagnie. Semplicemente creando una holding quotata in borsa (Air France- KLM group) con due compagnie operative e conseguenti diritti di traffico nazionali, un costante ed equo sviluppo dell'hub di Amsterdam, del brand olandese e della sua identità. Come conseguenza lo stato Olandese insieme a due fondazioni Olandesi detengono il 50,1% dei diritti di voto di KLM aggirando i regolamenti nazionali che imponevano la proprietà della compagnia aerea in caso di fusione. Inoltre, un'assicurazione è garantita a KLM per 5 anni ed allo stato Olandese per 8 anni permettendo ai due partners di mantenere i rispettivi diritti di traffico, licenze operative, certificati di trasporto aereo (COA) nonché le proprie basi principali. Oltre queste concessioni politiche un sistema multi-hub intorno a Parigi Charles de Gaulle e Amsterdam Schipol è stato creato per uno sviluppo a lungo termine sia per il medio che per il lungo raggio su entrambi gli hubs.

Sulla base del prezzo di chiusura di Air France del 29 settembre 2003 il valore di KLM è stato quantizzato in 784 milioni di Euro con un incremento di circa il 40% del valore delle azioni KLM (16.74€ invece di 11.96€ sull' Amsterdam stock Exchange nello stesso giorno)

I principali termini finanziari dell'OPA iniziata il 5 Aprile 2004 e terminata il 3 Maggio 2004 sono:

- Offerta di scambio: 11 azioni Air France e 10 diritti (warrants) ogni 10 azioni KLM o 11 azioni di deposito americane AF (ADS) e 10 diritti di deposito americani per ogni 10 azioni KLM sul registro di New York.
- Warrants: 3 Diritti Air France danno il diritto di sottoscrivere o acquistare 2 azioni Air France al prezzo di 20€; esercizio matura dopo 3,5 anni ed esigibile per 18 mesi.
- Valore indicativo dell'offerta: 16,74 euro per le azioni di KLM

L'offerta e l'erogazione di 51.1m di azioni Air France diede ai detentori di azioni KLM il 19% delle azioni del gruppo allargato Air France-KLM e diluito il pacchetto azionario dello stato francese dal 54% al 44%. Altri detentori Francesi di azioni erano in possesso del 34% della nuova compagnia. Per chiudere la transazione priorità fu data alla vendita azioni in possesso dello stato olandese e altre 2 banche olandesi ad Air France.

I 3 Core Businesses dell'Air France sono Passeggeri, trasporti cargo e servizi di manutenzione aerea.

Table 1 Air France's turnover per segment (€ million)

<i>Turnover per segment (€ million)</i>	<i>2000-01</i>	<i>2001-02</i>	<i>2002-03</i>
Passenger	10,022	10,378	10,527
Cargo	1,491	1,448	1,479
Maintenance	566	548	540
Others	201	154	141
Total Turnover	12,280	12,528	12,687

Source: Air France (2004).

Con 43 milioni di passeggeri trasportati su 198 destinazioni in 83 paesi, Air France si classifica, nel 2003, terza nel mondo per passeggeri internazionali trasportati e prima in Europa per traffico. Con le sue controllate regionali, Brit Air e City Air il trasporto passeggeri è stata l'attività principale con un fatturato di 10.5 Miliardi di Euro pari all'83% del totale. Con una flotta di 360 aerei Air France offre 1800 voli giornalieri.

KLM ha 4 attività core: trasporto passeggeri, cargo, manutenzione e operazioni charter. Il charter è effettuato da Transavia.

Table 3 KLM's turnover per segment (€ million)

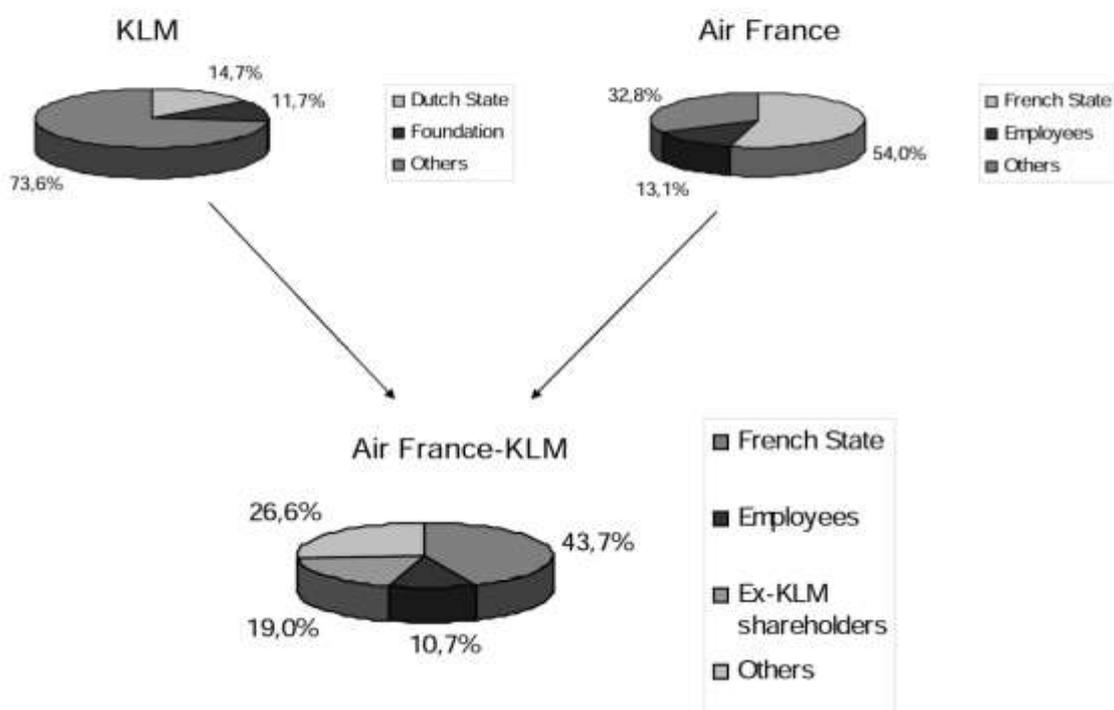
<i>Turnover per segment (€ million)</i>	<i>2000-01</i>	<i>2001-02</i>	<i>2002-03</i>
Passenger	4,545	4,485	4,425
Cargo	1,178	1,067	1,068
Engineering & Maintenance	273	288	329
Transavia	432	445	472
Others	532	247	191
Total Turnover	6,960	6,532	6,485

Source: KLM (2004).

Con 14.9m di passeggeri trasportati per 142 destinazioni in 70 paesi, KLM si posiziona quarta nel mondo in termini di passeggeri trasportati e settima in termini di passeggeri internazionali per chilometro volato nel 2003. Con una flotta di 169 aerei KLM offre più di 600 voli al giorno.

La nuova compagnia aerea verrà chiamata "Air France- KLM" con 2 compagnie operative, Air France e KLM. L'intenzione è di capitalizzare i due ben conosciuti brands, hubs forti ed networks complementari. La combinazione è strutturata per assicurare e proteggere i diritti di traffici internazionali di KLM. SI nota che il 51% dei diritti di voto sono tenuti da 2 fondazioni Olandesi e dallo stato stesso per 3 anni di transizione. La figura 2 dà idea della nuova struttura di Air France – KLM.

Figure 2 New shareholders' structure of Air France-KLM



Il nuovo gruppo è guidato dal CEO e presidente di Air France Jean-Cyrill Spinetta mentre il ceo KLM Leo van Wijk diviene vice presidente del gruppo. Con 16 nuovi executives, di cui 4 da KLM, l'assemblea dei direttori viene formata. Si fa notare che ciascuna aerolinea rimane responsabile del suo management operativo e commerciale.

Combinata, Air France e KLM hanno 16.2 Miliardi EUR di fatturato annuale aggregato, servono 226 destinazioni nel mondo, operano una flotta di 540 aerei e danno occupazione 106,000 persone. Questo passo strategico non ha precedenti nell'ambito delle compagnie aeree Europee e fa di Air France-KLM:

- prima nel mondo per fatturato
- 3za nel mondo in termini di fatturato Passeggero-chilometro
- 1ma nel mondo aerolinea cargo in termini di fatturato tonnellata-chilometro
- 2nda nel mondo tra e alleanze di aerolinee (Sky team).

I risultati evidenziano che Air France, come società acquirente, ottiene positivi ritorni anormali per un breve periodo di tempo prima della data dell'annuncio, per esempio la transazione crea un valore nel breve periodo. La tavola successiva mostra il ritorno anormale cumulativo per varie finestre temporali. Nel giorno dell'annuncio i possessori di azioni Air France guadagnarono lo

0,24%, che è, comunque, non statisticamente significativa. Un ritorno anormale significativo al livello del 5% o del 10% di + 0.75% il giorno prima della data dell'annuncio [A-1] può normalmente essere osservato, è ragionevole assumere che l'evento informale abbia influenzato il mercato prima dell'annuncio ufficiale di Air France-KLM. Sebbene alcuni partecipanti (insiders) abbiano avuto accesso privilegiato ad informazioni rilevanti che hanno condotto all'acquisto di azioni Air France questi acquisti sono considerati di natura speculativa.

Per la finestra dell'evento [A-1;A] un ritorno anormale cumulativo molto più alto è stato riscontrato, lo 0.99%. Questo è significativo al livello di valore del 5 e 10 %. Questa scoperta valida il presupposto di insider trading.

Table 6 Cumulative Abnormal Returns of Air France's Share Price

Cumulative Abnormal Returns				
	[A-3;A+1]	[A-1;A]	[A;A+1]	[A-1;A+3]
CAR_t	0,32%	0,99%	-0,11%	0,51%
1% Level	2,5669			
5% Level	1,7396	**		
10% Level	1,3334	*		

Le sinergie commerciali riguarderebbero principalmente:

- Riduzione dei costi: distribuzione, gestione delle stazioni, catering, ecc.
- Armonizzazione delle politiche di vendita,
- Il raggruppamento graduale dei team di vendita e operativi, a seconda delle necessità,
- la condivisione delle *lounge* aeroportuali

Voci di bilancio	2017	2018	2019	2020	2021
Stato Patrimoniale					
Totale attività non correnti	15357,000	21261,000	22196,000	20316,000	19954,000
Totale attività correnti	9051,000	7796,000	8539,000	9895,000	10729,000
Totale attivo	24408,000	29057,000	30735,000	30211,000	30683,000
Totale passività non correnti	10348,000	14875,000	15787,000	23851,000	22773,000
Totale passività correnti	11045,000	12317,000	12649,000	11778,000	11726,000
Totale patrimonio netto	3015,000	1865,000	2299,000	-5418,000	-3816,000
Totale Passivo	24408,000	29057,000	30735,000	30211,000	30683,000

Nell'ultimo periodo, compreso tra il 2017 ed il 2021, è possibile notare come sia l'attivo immobilizzato sia aumentato parallelamente ad un aumento delle passività consolidate. La passività corrente, è rimasta pressochè uguale ma nell'ultimo triennio è possibile notare come le attività correnti siano aumentate. Questi cinque anni sono stati, comunque caratterizzati dalla presenza della pandemia da Covid-19 ed il settore ne ha risentito fortemente data l'impossibilità di viaggiare. Infatti è possibile ora analizzare il conto economico e vedere come si è sviluppato nel tempo.

Totale ricavi	25784,000	26515,000	27189,000	11088,000	14315,000
EBITDA	3246,000	4205,000	3997,000	-3141,000	-161,000
Risultato operativo	-419,000	1320,000	1010,000	-6000,000	-2532,000
Utile ante imposte	-496,000	638,000	369,000	-6986,000	-3576,000
Risultato netto di competenza del Gruppo	-274,000	409,000	290,000	-7078,000	-3292,000

Nel periodo compreso tra il 2017 ed il 2021, i ricavi sono diminuiti del 44% possibile dovuti dalla pandemia da Covid-19. Anche l'EBITDA si è ridotto notevolmente insieme al risultato operativo.