



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN ECONOMIA E DIRITTO

TESI DI LAUREA

**"M&A LEARNING: L'INFLUENZA DELL'ESPERIENZA SULLE
PERFORMANCE DELLE OPERAZIONI DI FUSIONE E
ACQUISIZIONE INTERNAZIONALI"**

RELATORE:

CH.MA PROF.SSA AMBRA GALEAZZO

LAUREANDO/A: TOMMASO ZANINELLO

MATRICOLA N. 1210706

ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

The candidate declares that the present work is original and has not already been submitted, totally or in part, for the purposes of attaining an academic degree in other Italian or foreign universities. The candidate also declares that all the materials used during the preparation of the thesis have been explicitly indicated in the text and in the section "Bibliographical references" and that any textual citations can be identified through an explicit reference to the original publication.

Firma dello studente

Tommaso Zaninello

Indice

Introduzione	1
CAPITOLO 1 - LE OPERAZIONI DI FUSIONE E ACQUISIZIONE	5
1.1 La crescita dimensionale dell'impresa.....	5
1.2 Le motivazioni delle operazioni di M&A.....	11
1.3 Le difficoltà nelle operazioni di M&A.....	14
1.4 Le diverse forme di acquisizioni e fusioni.....	16
1.5 Il processo di acquisizione: fasi e metodo	18
1.5.1 <i>L'analisi e la valutazione strategica nelle operazioni di M&A</i>	19
1.5.2 <i>La negoziazione, la due diligence e la chiusura dell'accordo</i>	20
1.5.3 <i>Il processo di integrazione aziendale</i>	24
1.6 Le operazioni di M&A internazionali e le principali caratteristiche	25
1.6.1 <i>Le motivazioni delle fusioni e acquisizioni internazionali</i>	28
1.6.2 <i>Fattori esterni che influenzano le operazioni di M&A internazionali</i>	31
CAPITOLO 2 - UN RIESAME DELLE RICERCHE ACCADEMICHE NELL'ULTIMO DECENNIO NELLE OPERAZIONI DI M&A	35
2.1 Introduzione.....	35
2.2 Una review della letteratura: i fattori che influenza le operazioni di M&A	36
2.2.1 <i>Fattori a livello individuale che influenzano le operazioni di M&A</i>	36
2.2.2 <i>Fattori a livello organizzativo che influenzano le operazioni di M&A</i>	39
2.3 Il focus sull'esperienza passata come fattore organizzativo che influenza le operazioni di M&A.....	41
2.4 Sviluppo delle ipotesi.....	50
2.4.1 <i>L'effetto dell'esperienza geografica sulla performance post-acquisizione</i>	51
2.4.2 <i>La distanza istituzionale come moderatore nella relazione tra esperienza geografica e performance post-acquisitiva</i>	54
CAPITOLO 3 - IL CAMPIONE DI OPERAZIONI, IL METODO DI ANALISI E I RISULTATI	63
3.1 Il campione statistico	63
3.2 La metodologia e le variabili utilizzate.....	65
3.3 I risultati.....	72
Conclusioni	78
Riferimenti bibliografici	Errore. Il segnalibro non è definito.

Introduzione

Le operazioni di fusione e acquisizione sono un fenomeno in continua crescita a livello globale tant'è che il volume delle operazioni concluse nel 2019 è stato di 4,095 trilioni di dollari americani (J.P. Morgan, 2020), ovvero un valore pari al prodotto interno lordo della Germania o alla somma tra quello dell'Italia e del Canada. Nel corso degli ultimi decenni le operazioni di M&A sono state prese sempre più in considerazione dai *manager* in quanto si ritiene che siano un'importante strumento di crescita dell'impresa caratterizzato dalla velocità con cui esse possono essere concluse, specie in contesti competitivi in cui vi sono continui e improvvisi cambiamenti. Le operazioni di fusione e acquisizione sono anche un valido strumento per poter perseguire determinati obiettivi strategici, per poter entrare in nuovi settori o aree geografiche e per consentire lo sfruttamento da parte dell'acquirente degli *asset* materiali e immateriali dell'impresa acquisita come marchi, brevetti, sistemi produttivi e *know-how* del personale. Questa tesi analizzerà soprattutto le operazioni di fusione e acquisizione a livello internazionale, ovvero quelle operazioni in cui le controparti provengono da nazioni differenti. Le operazioni di fusione e acquisizione internazionali sono un fenomeno in continua espansione in quanto nel 2018 hanno rappresentato circa il 30 per cento del valore di tutte le operazioni di M&A svolte a livello globale, con un incremento del valore delle operazioni stesse da un anno all'altro del 23 per cento (J.P. Morgan, 2019). Le operazioni di *cross-border* M&A sono da tempo oggetto di importanti analisi a livello accademico e professionale in quanto rappresentano una modalità più veloce per accedere ad un nuovo mercato geografico senza sopportare i costi e le difficoltà maggiori di un investimento *greenfield*, ovvero un investimento all'estero in cui una società crea ex novo una nuova attività produttiva o una nuova filiale. Le operazioni di M&A a livello internazionale possono essere scelte dalle imprese per ottenere una posizione competitiva più forte a livello globale, un maggior potere negoziale nei confronti dei diversi fornitori e clienti e, in alcuni casi, il controllo diretto delle forniture di materie prime o della rete distributiva dei propri beni. Inoltre, le operazioni di *cross-border* M&A sono un valido strumento per acquisire le tecnologie e i processi sviluppati di altre imprese in quanto permettono di non sostenere i costi, in alcuni casi ingenti, di ricerca e sviluppo necessari per la realizzazione e l'implementazione di questi ultimi. Le fusioni e acquisizioni internazionali permettono alle aziende di diversificare la loro attività dato che possono investire in aree geografiche in cui vi è una maggiore domanda di mercato dei loro beni e servizi mentre, dal lato della gestione della produzione, attraverso le sinergie con le imprese acquisite possono ottenere i vantaggi

derivanti dalle economie di scala o di scopo, quelli di un maggior controllo della qualità delle materie prime e quelli relativi alla diminuzione della fluttuazione dei prezzi di specifici materiali. In ultima istanza, le imprese che intraprendono un'operazione di fusione e acquisizione al di fuori dei confini nazionali possono diminuire il costo del capitale di debito dato che hanno la possibilità di accedere ai diversi mercati finanziari in cui operano e sfruttare anche le differenze di cambio tra le valute e i sistemi fiscali dei diversi paesi ai fini di una minore tassazione dei ricavi e dei dividendi.

Nel corso del primo capitolo verranno descritte le motivazioni che spingono un'impresa a scegliere un'operazione di fusione e acquisizione rispetto ad altre opzioni di crescita interna e ed esterna, le difficoltà nell'intero processo dell'operazione, le diverse tipologie e le diverse fasi dell'attività di M&A, dalla valutazione dei bisogni strategici dell'impresa fino alla fase dell'integrazione ex post. Successivamente ci si focalizzerà sulle operazioni di M&A a livello internazionale, individuando le principali caratteristiche che le distinguono da quelle svolte a livello domestico, le ragioni che portano un'impresa ad acquisire o a fondersi con un'altra impresa straniera e i principali fattori esterni alla gestione aziendale che possono influenzare positivamente o negativamente l'intera attività di M&A a livello internazionale.

Nella seconda parte di questo elaborato sarà presentata una disamina delle principali ricerche accademiche svolte negli ultimi quindici anni, distinguendo tra due filoni: quello relativo allo studio dei fattori individuali che influenzano le operazioni di fusione e acquisizione e quello che invece ha analizzato i principali fattori a livello organizzativo che possono influire sulle operazioni stesse. Questa prima distinzione è stata svolta per comprendere al meglio l'evoluzione della ricerca accademica nell'ultimo decennio, specie per individuare quali fattori comportamentali e organizzativi possono avere un impatto sulle operazioni di M&A a livello di *performance* e di apprendimento. Successivamente verranno analizzati i principali contributi accademici relativi ai processi di apprendimento, all'*organisational learnig* e all'influenza che l'esperienza passata ha sull'attività di M&A. Nell'ambito delle fusioni e acquisizioni, l'esperienza è un importante fattore da considerare perché permette alle imprese di capire come funziona la complessa attività acquisitiva, quali sono le sue principali caratteristiche, le connesse difficoltà e le tecniche più adatte per concludere la negoziazione, finanziare l'operazione stessa e integrare le realtà aziendali al fine dell'ottenimento di importanti sinergie capaci di creare valore per i diversi soggetti interessati. L'esperienza nel campo di queste operazioni è importante dato che permette all'impresa di creare delle routine acquisitive, ovvero dei comportamenti o delle azioni che permettono all'acquirente di svolgere in maniera più veloce, sicura ed affidabile determinate e specifiche operazioni relative alla fase acquisitiva di una realtà aziendale. Inoltre, l'esperienza di acquisizione

fornisce all'acquirente le conoscenze necessarie all'ottenimento di importanti informazioni relative all'impresa *target* che consentono una valutazione efficace della controparte. Le diverse teorie sull'apprendimento postulano sul fatto che il trasferimento di conoscenze è legato ai risultati delle esperienze passate, sia che esse siano positive o negative, con una maggiore probabilità di successo nel trasferimento di conoscenze e competenze nel caso in cui l'esperienza passata venga applicata in situazioni simili. Andando oltre il fenomeno relativo al trasferimento di quanto appreso, l'esperienza passata può influenzare in diversi modi le *performance* delle operazioni di M&A: fattori come la frequenza, la somiglianza tra le diverse acquisizioni e la dimensioni delle precedenti operazioni possono influenzare positivamente o negativamente sui risultati economico-finanziari dell'attività acquisitiva. La *literaty review* svolta ha evidenziato che in ambito accademico, nonostante i numerosi lavori in passato svolti, vi siano ancora dubbi ed incertezza sull'impatto che l'esperienza possa effettivamente avere sulle diverse sfaccettature delle operazioni di M&A e, in particolar modo, sulle relative *performance*. Alla luce di questa considerazione e dell'importanza sempre maggiore delle operazioni di M&A a livello internazionale, si è deciso di focalizzarsi sull'impatto che l'esperienza accumulata in ambito di *cross-border* M&A ha sulle *performance* post-acquisitive. In particolare, si è voluto analizzare l'effetto dell'esperienza a livello geografico, distinguendo per la prima volta tra esperienza specifica regionale ed esperienza accumulata in altre regioni. Riferendosi ad operazioni internazionali, per regioni geografiche si sono intese delle macro aree che comprendono diverse nazioni e che sono state identificate anche a livello internazionale dalle Nazioni Unite. Tenuto conto di quanto appena esposto, sono state quindi introdotte le prime due ipotesi relative al legame esistente tra esperienza geografica e *performance* post-acquisitive.

Nel prosieguo di questo capitolo si è introdotto il fattore relativo alla distanza istituzionale nell'ambito delle operazioni di M&A a livello internazionale. Questa forma di distanza può ostacolare le imprese nella loro operatività all'estero in quanto si trovano ad affrontare diversi sistemi amministrativi, diversi enti pubblici con specifiche funzioni e un diverso funzionamento della giustizia e dell'applicazione delle norme dello Stato. Negli ultimi anni la letteratura accademica ha analizzato diversi aspetti della distanza istituzionale come, ad esempio, l'impatto diretto che questa può avere sulle *performance* post-acquisitive o sulla probabilità di concludere un operazione di fusione e acquisizione. In particolare, le diverse ricerche svolte in passato hanno riscontrato risultati equivoci sull'impatto di questa forma di distanza tra paesi. Considerati questi elementi, in questa tesi si è deciso di analizzare in modo diverso l'influenza della distanza istituzionale sulle operazioni di M&A, studiando per la prima volta la triplice relazione esistente tra la *performance* post-acquisitiva, esperienza

accumulata a livello internazionale e distanza istituzionale. Più nello specifico si è considerata la distanza istituzionale tra i diversi paesi come un elemento moderatore della relazione, considerata positiva, tra esperienza ottenuta e risultati economico-finanziari delle operazioni di M&A. Questo significa valutare se l'aumento della distanza istituzionale tra il paese dell'impresa acquirente e quello dell'impresa *target* ha un effetto negativo sulla relazione tra esperienza e *performance* dato che, le difficoltà e i vincoli imposti dal sistema amministrativo e istituzionale del paese ospitante, rendono più difficile l'esecuzione delle operazioni di fusione e acquisizione per gli investitori esteri nonostante l'esperienza accumulata in passato. L'elemento di unicità di questa tesi, oltre a considerare la triplice relazione appena esposta, è il fatto di considerare l'esperienza acquisitiva sotto forma di esperienza specifica per regione ed esperienza ottenuta in altre zone geografiche. Questa scelta è volta a comprendere più nel dettaglio l'importanza dell'esperienza nell'ambito delle fusioni e acquisizioni internazionali e come questa possa aiutare a diminuire l'effetto negativo derivante dalla distanza istituzionale. Dunque, alla luce di quanto detto, si sono espresse le due ipotesi relative all'effetto moderatore della distanza istituzionale sul legame tra esperienza e risultati economico-finanziari delle operazioni di M&A a livello internazionale. Nell'ultimo capitolo verrà introdotta l'analisi empirica volta a testare le ipotesi formulate, presentando il campione statistico utilizzato, le sue principali caratteristiche, le variabili di cui ci si è serviti, il metodo statistico applicato e i risultati empirici ottenuti. Le difficoltà nella fase di analisi sono state quelle di individuare quali variabili rappresentassero al meglio l'esperienza ottenuta in ambito di *cross-border* M&A, quali caratteristiche finanziarie e strutturali dell'impresa acquirente e dell'accordo potessero influenzare l'attività acquisitiva e quali fattori descrivessero al meglio la distanza istituzionale tra i diversi paesi.

Infine, nella parte conclusiva verranno commentati i risultati ottenuti nell'analisi empirica, confrontandoli con quelli di altri studi ed evidenziando il contributo offerto alla ricerca sull'esperienza acquisitiva e sull'impatto che la distanza istituzionale ha nell'ambito delle operazioni di fusione e acquisizione a livello internazionale.

CAPITOLO 1 - LE OPERAZIONI DI FUSIONE E ACQUISIZIONE

1.1 La crescita dimensionale dell'impresa

L'obiettivo delle aziende è generare ricchezza e creare valore. Per raggiungere questo obiettivo, ricercano costantemente situazioni di crescita sia in senso dimensionale, sia a livello di gestione dei rapporti con gli *shareholder* e i diversi *stakeholder* con cui si relaziona.

La crescita presuppone un'attenta ed accurata analisi dei punti di forza e di debolezza dell'impresa, della posizione occupata all'interno dello scenario competitivo, delle risorse di cui dispone e delle tendenze evolutive del settore o dei diversi settori in cui è presente.

Una prima condizione per lo sviluppo aziendale è innanzitutto un'elevata sensibilità del management a riconoscere le esigenze, le modalità e le tempistiche per crescere, individuando le più opportune soluzioni di sviluppo coerenti con la qualità e il tipo di risorse a disposizione, l'andamento del mercato in cui si opera e le competenze e le capacità organizzative dell'impresa a gestire il processo di espansione, le risorse finanziarie necessarie, la cultura aziendale e la professionalità dei collaboratori presenti nelle varie funzioni aziendali.

La crescita aziendale può muoversi attraverso quattro direttrici (Potito,2016) che prendono spunto dalla classificazione di Ansoff e sono:

1. *Penetrazione del mercato*: non vengono modificati i prodotti offerti e si opera negli stessi segmenti di mercato, cercando di sfruttare gli spazi di mercato ancora liberi. Le economie di scala sono la conseguenza positiva di tale scelta di crescita aziendale in quanto i costi fissi delle diverse funzioni aziendali vengono ripartiti su volumi di vendita maggiori e, altra conseguenza positiva, è la possibilità di ottenere economie di apprendimento. Attraverso la penetrazione del mercato si può non solo ricercare nuovi segmenti di mercato non ancora sfruttati ma anche di spingere ad un maggior consumo dei propri beni e servizi (aumento del "tasso d'uso") e catturare i clienti della concorrenza aumentando così la propria quota di mercato.
2. *Sviluppo di prodotto*: la crescita attraverso questa direttrice prevede di allargare e rinnovare la gamma dei prodotti offerti ma continuando a servire gli stessi segmenti di mercato. In questo caso i prodotti vengono rinnovati con una maggiore frequenza al fine di differenziarsi rispetto alla concorrenza attraverso ad esempio continui miglioramenti della qualità e delle caratteristiche specifiche, specie se per il prodotto è necessario un "ringiovanimento", offrendo nuove funzionalità ai clienti rispetto al

passato e presentando con una certa frequenza nuovi prodotti più innovativi e che possono inoltre offrire prestazioni accessorie.

3. *Sviluppo nel mercato*: è una strategia di crescita solitamente attuata quando il mercato già occupato è saturo o comunque maturo. Per far fronte alla diminuzione delle vendite si ricercano nuovi mercati intesi come nuove aree geografiche, nuove categorie di clienti o nuovi utilizzi dei prodotti. In questo caso l'impresa ottiene un allargamento del raggio d'azione attraverso l'espansione in nuovi territori, prevedendo diverse utilizzazioni dei propri prodotti da parte dei clienti, soddisfacendo così bisogni latenti.
4. *Diversificazione*: è la strategia di crescita più rischiosa in quanto comporta la ricerca di nuovi mercati e di nuovi prodotti al fine di diversificare l'attività aziendale svolta. Le modalità di diversificazione possono essere più o meno forti a seconda della connessione esistente tra i vecchi mercati e prodotti e quelli nuovi. Se nella crescita permangono legami di tipo tecnologico o di marketing si ha una "diversificazione correlata" mentre, se le aree d'affari sono diverse da quelle precedenti, si ha una "diversificazione conglomerata".

In generale gli obiettivi di crescita possono essere raggiunti attraverso linee interne o linee esterne.

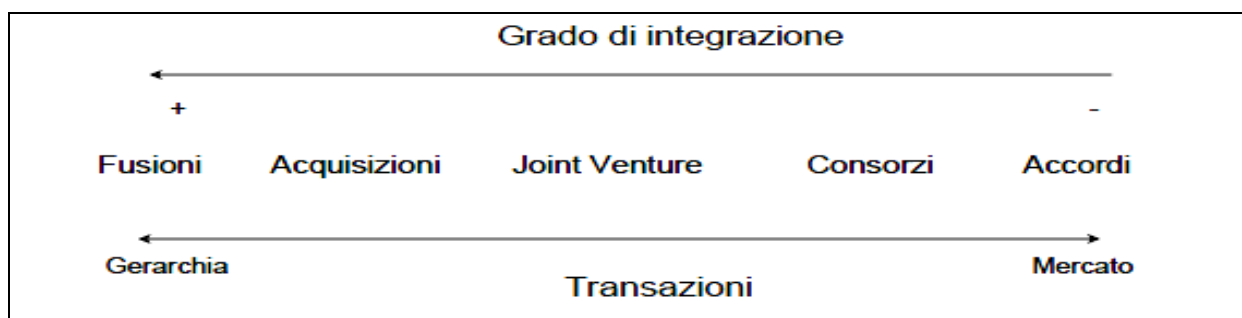
La crescita per linee interne viene attuata mediante investimenti diretti per lo sviluppo di nuove attività attraverso l'utilizzo di risorse finanziarie, competenze e tecnologie già possedute dall'azienda e che comporta quindi l'ampliamento della struttura esistente e una crescita di tipo organico (Caiazza, 2011). Per converso, lo sviluppo per linee esterne prevede una crescita dimensionale della propria attività o nell'ingresso in nuovi settori attraverso alleanze strategiche con altre imprese ma soprattutto mediante operazioni di fusione o acquisizione (M&A).

Le alternative di crescita possono essere schematizzate tenendo conto di due variabili: il grado di integrazione tra le realtà aziendali e le tipologie di transazioni attuate tra le diverse imprese. Tenendo in considerazione questo schema si possono identificare le seguenti alternative con un livello di integrazione via a via decrescente:

- fusioni;
- acquisizioni;
- *joint-venture*;
- consorzi;
- accordi.

Ciascuna di queste forme di integrazione presenta caratteristiche proprie e specifiche anche per quanto riguarda le implicazioni di tipo strategico, organizzativo e finanziario (Genco, 2017).

Figura 1: le modalità di crescita e il loro grado di integrazione



Fonte: Cortesi A., *La crescita delle piccole imprese. Fusioni, acquisizioni, accordi*, 2004.

Per operazioni di fusione e acquisizione (M&A, dall'inglese *Merger and acquisition*) si intendono le operazioni di finanza straordinaria utilizzate per lo sviluppo e la crescita dimensionale dell'impresa. Per acquisizioni si intendono, in via generale, tutte quelle operazioni volte all'ottenimento del possesso della proprietà o del controllo di un'altra azienda. In esse vengono dunque ricomprese le operazioni di acquisto e di apporto di pacchetti azionari, gli acquisti o gli apporti di aziende o di rami aziendali (Potito, 2016). Nonostante il termine acquisizione venga spesso abbinato, specie dalla dottrina inglese, al termine fusione, esso si distingue da quest'ultimo in quanto l'operazione di acquisizione risulta diversa da quella di fusione per quanto riguarda le modalità di esecuzione e i risultati finali dell'operazione stessa. Con fusione si intende la forma di massima integrazione tra due o più realtà aziendali in quanto prevede, come esito finale dell'operazione, la cessazione di una o di tutte le aziende interessate. Si distingue tra due forme di fusione, la fusione propria e la fusione per incorporazione. La fusione propria avviene attraverso l'estinzione di tutte le società partecipanti all'operazione senza che avvenga la relativa liquidazione del patrimonio e alla contestuale costituzione di una nuova società in cui affluiscono tutti gli elementi dell'attivo e del passivo, i rapporti e i contratti delle società partecipanti. Nell'operazione di fusione propria ai soci delle precedenti società vengono consegnate le azioni della nuova società in luogo delle azioni precedentemente possedute che vengono annullate tramite l'estinzione delle società.

Per contro, la fusione per incorporazione prevede che una società inglobi un'altra società o più società già esistenti. Pertanto, la società incorporante rimane attiva mentre si estinguono solamente le società che vengono ad essere inglobate. In questa operazione si avrà dunque un aumento di capitale sociale le cui azioni o quote saranno offerte in proporzione ai soci delle

società incorporate in cambio delle azioni o delle partecipazioni nelle imprese incorporate (Ceradini, 2008).

Quindi nelle operazioni di acquisizione, dopo la chiusura dell'affare, le due imprese conservano la propria identità, mentre in un'operazione di fusione una o entrambe le imprese perdono la loro identità.

La crescita per linee interne, rispetto a quella per via esterna, garantisce uno sviluppo graduale delle dimensioni aziendali permettendo di poter assumere decisioni di tipo strategico in tempi più lunghi e di comprendere all'interno dell'impresa i cambiamenti in atto che derivano anche dall'ambiente esterno. La crescita per via interna è maggiormente sentita e apprezzata all'interno dell'impresa in quanto coinvolge e interessa tutta la realtà aziendale e, inoltre, facilita il conseguimento di economie d'apprendimento che comportano una diminuzione dei costi interni attraverso il cumulo di esperienze in specifiche aree di attività. La crescita per linee interne possiede il vantaggio di poter essere modellata in relazione alle specifiche competenze dell'azienda, assicurando il corretto dimensionamento degli investimenti compatibili con la struttura finanziaria dell'impresa e quindi senza il rischio di sovradimensionamenti derivanti dalle operazioni di M&A. A differenza delle operazioni di fusione e acquisizione, la possibilità di controllare internamente il proprio percorso di crescita dimensionale, porta con sé il vantaggio di non dover correre problemi di integrazione tra struttura preesistente e impresa acquisita.

La crescita per via interna necessita indubbiamente di tempi lunghi di attuazione, talvolta incompatibili con le condizioni e la velocità con cui si sviluppa l'ambiente competitivo e che possono ostacolare l'acquisizione o lo sviluppo di risorse necessarie per rimanere competitivi e al passo con la concorrenza. La presenza in uno specifico settore o mercato di importanti barriere all'entrata può risultare altamente disincentivante per quanto riguarda la possibilità di crescita per linee interne. Altro rischio è dato dalla distrazione del *management* dagli elementi su cui si fonda il vantaggio competitivo dell'impresa a causa dell'eccessivo impegno rivolto alla realizzazione dei piani di crescita interni derivanti dallo sviluppo interno.

La crescita per linee esterne consente di perseguire, specie attraverso le operazioni di M&A, una strategia di crescita radicale e competitiva. Il vantaggio principale delle operazioni di M&A è innanzitutto la velocità e la tempestività della operazione di crescita che, in contesti competitivi in continuo e rapido mutamento, consentono di raggiungere in anticipo una posizione competitiva riducendo anche i costi di avvio dell'attività e l'ingresso in nuovi mercati. Le operazioni di acquisizione consentono all'acquirente di poter sfruttare il portafoglio dei marchi della società acquisita come spesso è avvenuto negli ultimi decenni, specialmente nel settore moda (Salvi, 2015).

Inoltre, le operazioni di M&A possono essere le uniche modalità a permettere il superamento di importanti barriere all'entrata in determinati settori o che richiedono la disponibilità di licenze o requisiti previsti dalla legge che, di fatto, sono estremamente difficili e costose da ottenere o rispettare. Le operazioni di M&A forniscono anche la possibilità di innalzare o rendere maggiormente gravoso l'accesso in un determinato settore ai *competitors* (Potito, 2016).

Strettamente connesso con quanto appena detto, le operazioni di acquisizione hanno il vantaggio di conseguire obiettivi di crescita non solo in tempi relativamente brevi e con costi di apprendimento più bassi, ma di eliminare i rischi strettamente connessi all'avvio di una nuova iniziativa imprenditoriale, sia nell'aspetto della formulazione dei piani e progetti, sia nella fase attuativa dell'attività. La strategia di diversificazione conglomerata molto spesso nella pratica è attuata attraverso operazioni di M&A, soprattutto in settori in cui la tecnologia ha raggiunto livelli talmente elevati in termini di sofisticazione e complessità, da rendere impossibile uno sviluppo tramite risorse e capacità interne all'impresa. Le operazioni di fusione e acquisizione hanno quindi ad oggetto l'acquisizione di nuove risorse o competenze possedute dall'impresa *target*; tali risorse possono essere tanto tangibili (impianti, fabbricati, ecc.) quanto intangibili (tecnologie, marchi, *know-how* ecc.). Molto spesso le operazioni di questo tipo hanno come obiettivo l'acquisizione del controllo di risorse di tipo intangibile in quanto più difficili da acquistare nel mercato e che in alcuni casi non possono essere oggetto di un'operazione di mercato (es. acquisto delle competenze di tecnici o di *manager*). Questo enfatizza l'importanza di una corretta gestione della fase di integrazione una volta avvenuta l'operazione in quanto vi possono essere delle forme di "resistenza".

Le operazioni di acquisizione permettono anche l'ingresso e lo sviluppo in nuove aree geografiche superando barriere come la diversità culturale, istituzionale, linguistica e normativa. Tale sviluppo in paesi diversi da quello di origine, oltre ad essere più veloce, consente quindi di operare all'estero con un livello di rischio notevolmente inferiore rispetto ad uno sviluppo attraverso linee interne anche se può comportare una maggiore difficoltà nella gestione del processo di integrazione. La convenienza di tali operazioni in paesi esteri andrebbe valutata in modo ponderato, considerando le effettive opportunità di sviluppo e crescita e le limitazioni e i vincoli derivanti dall'operare in un paese diverso.

Un altro vantaggio che motiva le imprese ad intraprendere operazioni di M&A, è la possibilità di acquisire nuovi clienti in quanto l'acquirente acquisisce la quota di mercato dell'impresa *target*, senza sostenere ulteriori costi per la creazione delle relazioni con i clienti e lo sviluppo della rete commerciale. Tale operazione di trasferimento del portafoglio clienti non è comunque esente da rischi in quanto alcuni clienti dell'impresa acquisita potrebbero decidere

di non trattenere più relazioni commerciali con l'impresa una volta avvenuta l'operazione nel caso in cui l'integrazione tra le due realtà comportasse errori o ritardi nell'evasione degli ordini.

Altra motivazione alla base di un'operazione di M&A è la possibilità di acquisire eventuali concorrenti sul mercato, diminuendo il numero effettivo di operatori nel mercato e la competizione al suo interno (Stanley, 2007).

L'ottenimento di vantaggi finanziari ma soprattutto di vantaggi fiscali possono spingere un'impresa ad attuare un'operazione di M&A. Questi benefici sono tipici nel caso di acquisizioni di imprese in difficoltà economica e finanziaria per cui si ottengono vantaggi fiscali che derivano dalle perdite d'esercizio pregresse delle imprese acquisite e alla possibilità di rinegoziazione del debito dell'impresa obiettivo. È opportuno evidenziare che comunque un'operazione di M&A non è solamente motivata dall'ottenimento di vantaggi finanziari o fiscali ma soprattutto dalla ricerca di sinergie e di vantaggi competitivi.

D'altro canto, le operazioni di M&A comportano anche rischi e difficoltà quali ad esempio:

- Perdita dei clienti che non accettano positivamente l'operazione. Questo solitamente accade quando i clienti subiscono dei disservizi nella fase successiva alla realizzazione dell'operazione o la modificazione delle condizioni contrattuali in passato accordate.
- Un aumento dei costi durante la fase di integrazione a scapito della profittabilità. Questo può comportare un aumento dei costi in precedenza non previsto che si ripercuote sui prezzi di vendita e sulla domanda dei prodotti. L'incremento dei costi può derivare sia dalla fase di integrazione una volta avvenuto l'accordo, sia a causa di costi per le asimmetrie informative derivanti dal mancato o limitato accesso a tutte le informazioni rilevanti.
- Rischio di sovradimensionamento strutturale che comporta uno sbilanciamento della struttura dei costi e il relativo aumento dei costi fissi con conseguente aumento del costo medio. Tale situazione di sovradimensionamento rende l'impresa più rigida e quindi meno capace di far fronte alle oscillazioni del mercato.
- La sottrazione di risorse alle aree strategiche dell'impresa in quanto destinate ad effettuare l'operazione. Tale rischio aumenta quanto più l'operazione è volta a diversificare l'area di attività dell'impresa.
- Possibili problemi di coordinamento all'interno dell'organizzazione dovute a carenze organizzative, alla mancanza di necessari collegamenti tra il personale delle diverse realtà e all'adozione di nuovi sistemi operativi (Potito, 2015).

L'impresa acquirente deve quindi essere in grado di individuare l'impresa *target*, di negoziare l'accordo con la stessa e di essere successivamente in grado di gestire il processo integrativo

delle realtà coinvolte, al fine di poter sfruttare appieno le potenziali sinergie e di ottenere la creazione di valore e la crescita dimensionale auspicata.

1.2 Le motivazioni delle operazioni di M&A

Le imprese ricorrono a operazioni di fusione e acquisizione per svariati motivi. L'obiettivo è quello di creare valore in modo tale che $2+2$ non sia 4 ma un valore superiore a 4. Hovers (1973) sostiene che per ogni operazione di M&A l'obiettivo sia quello di produrre dei vantaggi sia al potenziale acquirente che al venditore della società rispetto all'alternativa in cui le due società continuano ad essere indipendenti una dall'altra. L'aspettativa è che la combinazione crei dei vantaggi in termini di efficienza, economie di scala, economie di apprendimento, ampliamento dei mercati, un potere contrattuale maggiore e, in generale, ad un miglioramento della redditività (Cartwright e Cooper, 1992).

Si può affermare che, in generale, le motivazioni per cui si avvia un'operazione di M&A sono solitamente due: quelle di carattere finanziario da un lato e quelle di carattere strategico-industriale dall'altro (Walter e Barney, 1990).

Un'operazione di fusione e acquisizione dal punto di vista esclusivamente finanziario è realizzata se la stessa può portare ad un vantaggio economico per l'acquirente ovvero, come già detto in precedenza, quando il valore delle due realtà aziendali insieme è superiore alla somma del valore delle due società se continuassero ad essere indipendenti. L'orizzonte temporale per le operazioni di M&A motivate da obiettivi prettamente finanziari è di breve periodo in quanto l'arco di tempo considerato è inferiore a quello tenuto in considerazione per quanto riguarda le stesse operazioni motivate da ragioni prettamente strategiche.

In questi casi la finalità dell'acquisto di una società è solitamente quello di ottenere un plusvalore attraverso la successiva alienazione da parte dell'acquirente (Potito 2015). Tale plusvalore può essere ottenuto non solo cedendo l'azienda nel suo complesso ma anche attraverso la rivendita per parti nel caso in cui si possa ottenere un valore maggiore rispetto alla cessione unitaria.

Le ragioni finanziarie che portano ad intraprendere un'operazione di M&A e che ne possono decretare il successo, anche senza una successiva fase di integrazione, solitamente sono:

- Il valore della società *target* non è pienamente espresso dal valore di mercato dato dal valore in borsa delle azioni della società e l'acquirente ritiene di essere in grado di farlo emergere per poi ottenerne profitto tramite la cessione delle azioni ad un prezzo maggiore. Tali sottovalutazioni possono derivare tanto da sfavorevoli congetture di settore, tanto da scelte manageriali sbagliate.

- La società obiettivo è sovra indebitata o registra perdite d'esercizio e l'acquirente può rinegoziare il debito con le banche e gli istituti finanziari, sfruttare la leva finanziaria o beneficiare delle perdite fiscali.
- L'intento di aumentare il valore delle *holding* finanziarie tramite l'acquisizione di una società che si suppone essere in grado di arricchire il valore complessivo del gruppo sia sul piano patrimoniale e finanziario ma anche sul piano reddituale.

Ad ogni modo, le sole ragioni finanziarie, salvo specifici e marginali casi, difficilmente motivano e spingono una società ad intraprendere un'operazione di M&A, specialmente se l'impresa è una PMI che, date le dimensioni limitate, ha difficoltà maggiori per quanto riguarda l'accesso al credito e un bisogno di rafforzare la propria posizione competitiva nel settore di riferimento.

In generale le operazioni di M&A sono spinte da molteplici ragioni che ci rafforzano e completano a vicenda e sono in parte legate alle condizioni competitive del mercato di riferimento e in parte alle risorse di cui dispone o necessità l'impresa acquirente.

Le principali ragioni che spingono le imprese ad intraprendere una crescita dimensionale, anche attraverso le operazioni di M&A, sono quelle di rafforzare il proprio vantaggio competitivo attraverso la crescita esterna e, in relazione alla direzione della crescita; tale crescita può avvenire tramite (Haspeslagh e Jemison, 1992):

- il rafforzamento dell'ambito competitivo;
- l'estensione dell'ambito competitivo;
- esplorazione dell'ambito competitivo.

In base a tali direzioni di crescita scelte dall'impresa, vengono individuate delle fonti di creazione di valore per l'impresa come riportato in tabella:

Tabella 1- Le direzioni della crescita e le fonti di creazione del valore

Direzione della crescita	Fonti di creazione del valore (in ordine di priorità)
Rafforzamento dell'ambito competitivo	<ul style="list-style-type: none"> - incrementi di efficienza - acquisizione di risorse e competenze - rafforzamento del potere di mercato
Estensione dell'ambito competitivo	<ul style="list-style-type: none"> - rafforzamento del potere di mercato - acquisizione di risorse e competenze - incrementi di efficienza
Esplorazione dell'ambito competitivo	<ul style="list-style-type: none"> - riduzione del rischio - acquisizione di risorse e competenze - rafforzamento del potere di mercato

Fonte: Riviezzo A, Napolitano M.R. e Maggiore G, *Acquisizioni nei settori ad alta intensità di conoscenza*, 2011

A differenza delle operazioni di M&A spinte da ragioni di natura prettamente finanziaria, quelle spinte da obiettivi strategico- industriali riguardano maggiormente il lungo periodo in quanto il valore da catturare non deriva da plusvalenze di mercato ma dalle sinergie di tipo organizzativo e manageriale che si vengono a catturare attraverso la combinazione delle due o più realtà. In questo caso quindi, l'attività di integrazione una volta avvenuto l'accordo tra le parti, risulta essere fondamentale per la buona riuscita dell'operazione (Potito,2015).

Le ragioni strategiche che portano un'impresa ad effettuare un'operazione di M&A sono:

- *riduzione del numero dei concorrenti* e conseguente rideterminazione del grado di concorrenza del mercato;
- *aumento della propria quota di mercato* e ridefinizione del proprio potere contrattuale nei confronti dei fornitori, dei clienti e dei distributori dei propri prodotti;
- *creazione o innalzamento di barriere all'entrata* per potenziali nuovi entranti o aumento degli ostacoli per i concorrenti già presenti. Tali barriere possono essere innalzate anche grazie il controllo di risorse strategiche o di risorse di difficile reperimento in quanto scoraggiano altre imprese ad entrare nel settore;
- *diversificazione del portafoglio di prodotti e servizi offerti*: l'acquisizione può essere attuata per aumentare la gamma di prodotti e di servizi offerti al mercato e anche per diversificare il rischio derivante dall'operare in un solo mercato, sfruttando le risorse e le competenze delle imprese interessate all'operazione;
- *espansione geografica*: attraverso l'ingresso o l'espansione in uno o più mercati geografici al fine di acquisire nuovi clienti o di soddisfare le esigenze di clienti attuali che a loro volta hanno aperto nuove filiali in altri contesti geografici;
- *acquisire tecnologia*: tali operazioni possono essere motivate anche dalla possibilità di accedere e controllare il più velocemente possibile le tecnologie che non sono nella disponibilità dell'impresa acquirente. Le operazioni di M&A nei settori altamente tecnologici e in continuo cambiamento sono le principali vie di crescita e di acquisizione delle risorse tecnologiche in quanto il loro sviluppo interno sarebbe troppo lento e costoso.
- *Realizzazione di economie di scala*: l'acquisizione di imprese operanti nello stesso settore e nello stesso livello della filiera produttiva prende il nome di acquisizione orizzontale e consente di aumentare velocemente la propria quota di mercato e il numero di clienti, facilitando una migliore utilizzazione delle risorse e il conseguimento di economie di scala, specialmente se la struttura di costo delle imprese operanti nel settore è rigida. L'aumento delle dimensioni e della capacità

produttiva della nuova realtà che viene a formarsi può comportare perdite di efficienza derivanti dalla duplicazione di risorse già disponibili in entrambe le realtà prima dell'acquisizione;

- *Integrazione verticale*: in questo caso l'acquisizione avviene tramite l'acquisto di una società operante nello stesso settore ma in uno stadio differente della filiera produttiva. Se l'impresa acquisita è un fornitore dell'impresa acquirente allora si ha un'integrazione verticale a monte mentre se l'impresa acquisita è un cliente dell'acquirente allora si ha un'integrazione verticale a valle. Tale operazione permette di poter controllare al meglio gli stadi precedenti o successivi, ottenendo vantaggi di costo e un maggior controllo;
- *Economie di raggio d'azione*: le operazioni di M&A possono essere attuate con imprese i cui prodotti o servizi hanno una correlazione di tipo tecnologico, produttivo o di marketing; in questo caso l'operazione viene definita "concentrica" mentre, se tra le due realtà aziendali non vi sono correlazioni con riferimento alla tecnologia, al prodotto o anche al tipo di cliente, si parla di acquisizione "conglomerata". In quest'ultimo caso le risorse e le competenze delle imprese oggetto dell'operazione non sono difficilmente trasferibili all'altra realtà aziendale considerata mentre il trasferimento di competenze manageriali è assai frequente. In questo caso il successo dell'operazione di M&A dipende molto dalla fase di integrazione una volta avvenuto l'accordo;
- *Economie di complementarità*: consentono di risparmiare risorse finanziarie in attività di R&D tramite l'acquisizione di imprese che operano in particolari nicchie di mercato. In questo caso l'impresa acquirente, oltre ad ottenere risorse tecnologiche e competenze specifiche, riesce a posizionarsi in una particolare nicchia di mercato in qui non era ancora presente.
- *Economie di integrazione manageriale*: si ha attraverso la sostituzione nell'impresa acquisita del *top management* da parte dell'acquirente in quanto si ritiene che i nuovi dirigenti abbiano competenze ritenute più appropriate per la gestione dell'impresa e che sapranno gestire al meglio la fase di integrazione una volta avvenuta l'operazione.

1.3 Le difficoltà nelle operazioni di M&A

Le operazioni di M&A nel corso degli ultimi decenni hanno registrato degli andamenti ciclici. Tale andamento viene chiamato in letteratura *merger waves* e consiste nel fatto che, in particolari periodi storici, vi sono dei forti incrementi, delle "ondate" di operazioni di M&A.

Tali ondate sono solitamente causate dalla combinazione di tre *shocks*: economici, legislativi e tecnologici (Gaughan, 2007). Lo *shock* economico deriva da una economia in espansione che spinge le imprese a crescere anche attraverso l'acquisizione di altre imprese. Lo *shock* legislativo deriva dall'eliminazione di barriere legislative che quindi apre alla possibilità di espansione attraverso fusioni e acquisizioni, cosa in precedenza non possibile. Lo *shock* di natura tecnologica è invece dato dallo sviluppo di nuove tecnologie e di nuove conoscenze che porta le imprese a voler acquisirle tramite operazioni di M&A per averne la disponibilità il prima possibile. Le *merger waves* sono state cinque, la prima è stata dal 1897 al 1904 mentre l'ultima è avvenuta all'inizio degli anni Novanta. Queste tendenze segnalano che, in aggiunta alle motivazioni strategiche precedentemente elencate, anche fattori strutturali legati all'andamento economico del settore possono influenzare lo svolgimento di operazioni di M&A.

Nel corso degli anni, differenti studi empirici hanno dimostrato che in gran parte delle operazioni di M&A l'acquirente non sia riuscito a raggiungere i risultati preventivati. Una ricerca di Bain & Company (2015) mostra che oltre i due terzi dei *manager* coinvolti in un'operazione di fusione e acquisizione, ritiene di aver sovrastimato il valore delle potenziali sinergie e che tale errore è stato uno dei principali motivi per cui non si è ottenuto il successo auspicato (Onesti, 2012).

In un'operazione di M&A si possono individuare due fasi principali, la prima che comprende la decisione di crescere per linee esterne, di individuare l'impresa *target* e di negoziazione dell'accordo, la seconda relativa all'integrazione strategica, organizzativa e anche finanziaria delle due realtà una volta avvenuto l'accordo.

Il rischio maggiore, specie nella prima fase, deriva dalla mancanza di informazioni dovuta alle asimmetrie informative tra acquirente e venditore ed è per questo che è esigenza comune ridurre tale criticità anche attraverso un'accurata attività di *due-diligence*. In questa fase dunque è maggiore il rischio di non acquisire informazioni importanti in vista della determinazione del valore della transazione che può portare ad un sovrapprezzo pagato dall'acquirente (Arlotta et al., 2015).

Nell'attuazione di un'operazione di M&A, specie con riferimento al processo di creazione di valore, si possono riscontrare delle difficoltà come ad esempio:

- il “miraggio” delle sinergie: è tipicamente collegato alla fase valutativa dell'operazione e si ha quando non vi è un'accurata e adeguata valutazione a livello strategico dell'operazione di M&A in termini di identificazione degli obiettivi, dei vantaggi e delle sinergie ottenibili, della loro quantificazione e dell'individuazione delle principali problematiche. Come in un miraggio le sinergie potenziali

rappresentano un'illusione che porta il *management* a identificare un valore stimato di tali sinergie minore di quello effettivo (Onesti, 2012).

- Difficoltà nel processo decisionale che può risultare non lineare a causa dell'intervento di diversi professionisti e *manager* e alla pressione nel concludere in tempi brevi l'accordo.
- Ambiguità di aspettative da parte del personale dell'acquirente rispetto alle motivazioni e alle potenzialità dell'operazione. Tale rischio può successivamente trascinarsi anche in fase di integrazione con conflitti e resistenze durante tale processo critico (Onesti, 2012).
- Difficoltà collegate al processo di integrazione che possono portare al successivo fallimento dell'operazione in termini di creazione di valore rispetto a quanto stimato precedentemente. Spesso tali problematiche trovano origine dall'incapacità del management di non disancorarsi dalle precedenti e originarie motivazioni che li hanno spinti ad attuare l'operazione e a non identificare successivamente altre opportunità strategiche derivanti dalla stessa. Queste problematiche, come già detto in precedenza, possono derivare anche dalle asimmetrie informative in fase di negoziazione e dalla pressione a concludere l'accordo nel più breve tempo possibile. Altre problematiche possono esservi anche dal lato del personale nei confronti dei manager, dei dipendenti e collaboratori dell'impresa acquisita in quanto non vengono condivise e comunicate le ragioni e gli obiettivi per cui l'operazione di M&A è stata svolta (Straub, 2007).
- Mancanza di leadership dovuta a carenze nelle visioni sul posizionamento strategico e della struttura organizzativa che si verrà a creare una volta avvenuto l'accordo tra le parti. Una leadership chiara porta con sé un "benessere aziendale" e una commistione tra le culture aziendali delle diverse che favorisce lo scambio e il trasferimento di conoscenze e competenze e riduce il rischio di fuga dei collaboratori migliori con competenze specifiche e difficilmente acquisibili e di un aumento del tasso di turnover tra i lavoratori (Caiazza, 2011).

1.4 Le diverse forme di acquisizioni e fusioni

La diversità tra le operazioni di fusione e le operazioni di acquisizione sono già state precedentemente illustrate. All'interno delle stesse si possono comunque identificare diverse tecniche e tipologie di operazioni quali ad esempio:

- *leverage buyout* che consiste in un'operazione di acquisto di una società in cui si ricorre in modo totalitario o quasi a fonti di debito per l'acquisizione di una società

con un profilo di rischio molto basso, con buone capacità di generare flussi di cassa e con una buona struttura finanziaria per ottenere finanziamenti vantaggiosi. In questo caso si vuole ridurre al minimo il ricorso al capitale di rischio e di restituire i finanziamenti ottenuti per l'acquisizione attraverso i flussi di cassa generati dalla società acquisita e prestando il suo stesso patrimonio a garanzia del debito contratto per l'operazione. Essenziale per la buona riuscita di questa operazione è dunque una struttura finanziaria solida dell'impresa acquisita, rappresentata da immobilizzazioni facilmente liquidabili e dalla presenza di crediti commerciali esigibili che quindi si prestano a formare oggetto di garanzia nei confronti dei finanziatori a titolo di debito. Altro elemento essenziale per la buona riuscita dell'operazione di *leverage buyout* è la capacità, sempre dell'impresa acquisita, di generare *cash flow* idonei a ripagare i finanziatori attraverso l'erogazione dei dividendi alla società acquirente (quando le due imprese rimangono entità giuridicamente distinte) o attraverso il pagamento diretto ai finanziatori se successivamente la società acquirente e la società *target* si fondono assieme (Arcangeli et al., 2012);

- *offerta pubblica d'acquisto (OPA)* è un'operazione realizzata in borsa quando il capitale dell'impresa *target* è frazionato presso il pubblico investitore. In questa operazione si invitano tutti gli azionisti dell'impresa *target* a cedere ad un prezzo stabilito nell'offerta le azioni. L'offerta non è irrevocabile e va accompagnata da un'ampia documentazione informativa di carattere obbligatorio e rimane valida per un determinato arco temporale che può andare dai 15 ai 40 giorni (Potito, 2016);
- *offerta pubblica d'acquisto e di scambio* si differenzia dalla precedente in quanto l'acquisto di azioni nel mercato azionario può avvenire anche tramite lo scambio con titoli della società acquirente e non attraverso l'acquisto in denaro;
- *offerta pubblica di acquisto aggressiva* è un'offerta di acquisto irrevocabile quando ha come obiettivo l'acquisizione di una partecipazione ad una società *target* ad un prezzo di gran lunga superiore alla quotazione in borsa;
- *Permuta* ovvero lo scambio di immobilizzazioni tecniche o finanziarie tra imprese al di fuori del perimetro del mercato azionario;
- *rastrellamento o rammassage* che si verifica solitamente in borsa e che prevede l'acquisto di pacchetti di minoranza in più *tranches* al fine di ottenere pian piano il controllo societario. Questa strategia viene spesso attuata per non mettere in luce sin dall'inizio l'intenzione di acquisire il controllo della società *target* e solitamente precede una successiva OPA (Satta, 2017).

In linea generale le offerte pubbliche di acquisto possono essere distinte tra consensuali e ostili a seconda del fatto che il management della società bersaglio sia rispettivamente d'accordo o meno con l'operazione di acquisto messa in atto dalla società acquirente.

Se l'OPA ha ad oggetto una società i cui titoli sono negoziati in borsa, se si supera una soglia pari al 2% del capitale dell'impresa *target*, l'operazione deve essere comunicata alla Consob. L'OPA è obbligatoria nel caso in cui si sia raggiunta una percentuale di possesso superiore al 30% e va estesa alla totalità degli azionisti (Caiazza, 2011).

L'OPA obbligatoria è prevista dal legislatore come strumento per consentire agli azionisti di minoranza di disinvestire nel caso in cui non siano favorevoli al cambio di controllo societario.

1.5 Il processo di acquisizione: fasi e metodo

L'intero processo acquisitivo è caratterizzato da molteplici operazioni che vanno dall'identificazione del fabbisogno di crescita per vie esterne tramite un'operazione di M&A all'attuazione effettiva dell'integrazione di due o più realtà .

Tale processo risulta essere particolarmente complesso in quanto articolato in più fasi che normalmente si svolgono in sequenza e in modo tale per cui al termine di una fase si passa alla successiva.

La relazione tra una fase e l'altra è molto stretta e i risultati di una influenzano direttamente quelli della fase successiva in quanto rappresentano gli input di quest'ultima.

Data questa complessità e la moltitudine di variabili in gioco, ogni acquisizione presenta fasi con caratteristiche e tempistiche diverse alle altre anche se si può distinguere in linea di massima tre macro-fasi (Conca,2010):

1. analisi e valutazione strategica;
2. negoziazione e closing;
3. integrazione ex post.

Queste tre macro-fasi richiedono competenze manageriali specifiche ed è per questo che nelle diverse fasi sarà sollecitato l'intervento di diversi soggetti con competenze differenti che appartengono all'azienda o che sono consulenti o società di consulenza. Queste macro-fasi sono composte a loro volta da altre specifiche fasi ed è per questo che, ad ogni fase, è importante che l'operazione sia seguita da persone con competenze specifiche.

Nella prima fase il fattore critico principale è dato dalla valutazione strategica dell'operazione di M&A per poter comprendere al meglio quali sono le principali opportunità dell'operazione, le possibili sinergie che si andranno a creare e per capire le potenziali minacce e criticità dell'operazione. In prima fase è quindi importante l'intervento del *management* dell'impresa

acquirente e anche di esperti esterni pronti a fornire supporto circa valutazioni economiche delle imprese *target* e del settore in cui ci si vuole muovere se diverso da quello in cui si opera.

Nella seconda fase di negoziazione e *closing* si è soliti vedere nella pratica l'intervento di esperti esterni, soprattutto in ambito legale. La terza fase relativa all'integrazione una volta avvenuto l'accordo, è probabilmente la più difficile da gestire e, date le criticità, quella in cui si possono commettere errori tali per cui non si riesce ad ottenere la creazione di valore stimata in fase di valutazione strategica. Se invece l'operazione ha per lo più obiettivi di tipo finanziario, come detto in precedenza, il problema dell'integrazione non si presenta rispetto ad operazioni con obiettivi strategici in quanto molto spesso le realtà aziendali mantengono la loro autonomia e l'acquirente persegue i propri obiettivi finanziari.

1.5.1 L'analisi e la valutazione strategica nelle operazioni di M&A

La fase di apertura di un'operazione di M&A è legata alla valutazione strategica della stessa attraverso la valutazione della coerenza strategica dell'alternativa di crescita per linee esterne rispetto a quella per linee interne. Una volta deciso di attuare un'operazione di fusione o acquisizione si attiva la ricerca delle imprese che potrebbero diventare il *target* per l'impresa acquirente.

In questo caso l'obiettivo è di determinare il profilo ideale dell'impresa *target* al fine di semplificare l'individuazione di quali imprese rispondano al meglio ai profili determinati.

I criteri solitamente utilizzati per l'identificazione sono:

- analisi del settore, della concorrenza e delle variabili competitive più significative;
- identificazione del profilo finanziario dell'impresa;
- identificazione dei punti di forza e di debolezza delle imprese del settore;
- individuazione delle possibili sinergie;
- compatibilità organizzativa;
- valutazione della coerenza dell'operazione con la strategia complessiva dell'acquirente;
- limitazioni all'operazione di M&A.

L'analisi del settore di riferimento serve per identificare l'evoluzione del settore di riferimento anche con riferimento alla forza contrattuale, all'interno della filiera produttiva, dei principali fornitori e clienti. Per un'accurata analisi è importante anche valutare l'impatto successivo che l'operazione di M&A avrà nel contesto competitivo di riferimento.

Indipendentemente dal settore di riferimento, si tende a individuare imprese con una determinata struttura patrimoniale e finanziaria, tenendo in considerazione importanti indicatori come ad esempio: l'EBITDA, l'EBIT, il ROIC ovvero il *Return on investment capital* che rappresenta uno dei principali indicatori finanziari e il *free cash flow* (Feix, 2020). Nell'individuare i punti di forza e di debolezza si cerca di identificare le debolezze dell'impresa che a livello interno non riesce a colmare e le leve di potenziale crescita attraverso i punti di forza delle realtà considerate.

In un'operazione di M&A è importante anche identificare le possibili sinergie che si vengono a creare, sia che esse siano di carattere strategico, sia di carattere puramente finanziario.

Importante, anche per il successo dell'operazione in fase di integrazione, la valutazione della compatibilità organizzativa delle realtà aziendali considerate anche in relazione a fattori quali la *value proposition*, la *mission* e la *vision*.

Una volta definite le caratteristiche dell'impresa *target*, il timing dell'operazione nonché il massimo prezzo che si intende pagare per l'acquisizione e le implicazioni sul piano economico-finanziario, si passa all'individuazione e alla presa di contatto con le imprese selezionate.

1.5.2 La negoziazione, la due diligence e la chiusura dell'accordo

Una volta individuata l'impresa obiettivo, la seconda fase riguarda l'avvio, la gestione e la conclusione finale della trattativa. Data la complessità e la specificità di queste fasi, sia la società acquirente, sia l'impresa *target*, sono solitamente seguite ed affiancate da esperti e consulenti. L'intervento di soggetti esterni è inoltre importante per la negoziazione vera e propria dove si determinano le principali condizioni dell'accordo.

Il ricorso ad un soggetto esterno specializzato comporta senza ombra di dubbi dei vantaggi ma anche dei possibili svantaggi che l'impresa acquirente in alcuni casi cerca assolutamente di evitare. Dal lato dei vantaggi si può ricollegare il fatto che l'impresa *target*, grazie al consulente esterno, possa sin da subito identificare l'acquirente e così rendere seria sin dall'inizio l'intenzione di acquisto e aiutare a creare fiducia nei confronti della controparte. Il rovescio della medaglia da parte dell'acquirente si ha quando lo stesso intende mantenere un grado di discrezionalità tale non voler far conoscere le proprie intenzioni al mercato o ad altri *competitors*.

Con il proseguire della negoziazione spesso si arriva a siglare il cosiddetto *nondisclosure agreement* (o lettera di confidenzialità) con cui le parti esplicitano lo stato di avanzamento

della trattativa e l'impegno da parte del venditore di mantenere private le informazioni fornite dal venditore e di utilizzarle solo per la negoziazione (Hooke, 2015).

Meritano qualche cenno anche le motivazioni che spingono i soggetti a cedere le aziende. Le cessioni di aziende o di rami di azienda possono avere come base precisi e razionali programmi strategici volti alla generazione o al recupero di valore (Potito, 2015) in quanto il management può ritenere conveniente la cessione di alcuni rami d'azienda non più strategicamente rilevanti e non più inquadrabili negli orientamenti prescelti.

Altre cessioni di azienda strategicamente effettuate per creare valore sono quelle compiute da imprese diversificate che attuano programmi di investimento e disinvestimento al fine di incrementare il complessivo valore aziendale. Talvolta si cedono aziende o rami d'azienda per rendere la struttura organizzativa dell'impresa meno rigida e più pronta a rispondere al mercato o per risolvere il problema del sovradimensionamento complessivo della realtà aziendale.

In molti altri casi invece, specie nelle PMI, il cedente si può trovare nella situazione di dover cedere l'azienda per ragioni personali come ad esempio la mancanza di eredi che proseguono l'attività, senso di incapacità di competere nel settore di riferimento, perdita della fiducia circa l'andamento del mercato o conflitti con altri soci tali da rendere impossibile la continuazione dell'attività.

Una volta definite le ragioni della vendita, per l'alienante è importante considerare gli aspetti finanziari, specie con riferimento ad un *range* di prezzo su cui la trattativa verrà impostata. Nel definire il *range* di prezzo si fa riferimento alla stima del valore della società *target* attraverso l'utilizzo di metodi specifici di calcolo e tenendo anche in considerazione la stima del valore dei benefici che si verranno a generare tramite le sinergie derivanti dall'integrazione. Risulta essere importante anche il prezzo soglia, ovvero il prezzo oltre il quale il compratore non ritiene opportuna la conclusione dell'accordo.

Una volta determinato il *range* di prezzo per l'operazione e considerato il valore attribuito alle sinergie che ne deriveranno, l'acquirente può definire il piano finanziario attraverso cui valutare la convenienza complessiva dell'operazione, soprattutto tenendo conto dei flussi di cassa che verranno generati.

Una volta stabilito il prezzo di riferimento, il rischio di fallimento della trattativa è basso anche a seguito della sottoscrizione da parte delle controparti della lettera di intenti, ovvero un documento in cui le parti dichiarano l'effettiva intenzione di procedere all'accordo, indicando un termine massimo entro cui concludere la negoziazione e stabilendo un'esclusiva trattativa tra le parti con il rinnovo dei vincoli di segretezza precedentemente illustrati. (Tartaglia, 2014).

La lettera di intenti rimane comunque un impegno non vincolante per le parti e privo di efficacia legale e dunque le parti anche dopo la sua stipula potrebbero abbandonare le trattative.

La lettera di intenti risulta essere particolarmente importante, soprattutto nell'organizzazione dell'operazione di M&A, in quanto precede lo svolgimento dell'attività di *due diligence*.

La *due diligence* prevede un'analisi dettagliata da parte del compratore per ridurre al minimo le asimmetrie informative relative all'operazione di M&A. In questo caso il compratore esamina la società *target* sotto diversi aspetti e profili come quello economico, finanziario, legale, fiscale, commerciale e ambientale (Hooke, 2015).

L'analisi svolta in fase di *due diligence* può quindi riguardare molti profili della società che si intende acquisire come ad esempio la valutazione tecnologica e di innovazione all'interno dell'impresa e l'impatto ambientale che la produzione porta con sé.

L'attività di *due diligence* risulta quindi importante per l'impresa acquirente in quanto volta a ridurre il rischio di siglare un accordo senza essere a conoscenza di determinate vicende della società *target* che potrebbero compromettere il successo dell'operazione di acquisizione.

Gli obiettivi della *due diligence* sono quindi:

- verificare le condizioni dell'impresa *target* sotto i diversi aspetti prima considerati;
- considerare le possibili criticità aziendali dal lato legale, fiscale anche in vista della stipula dell'accordo finale;
- analizzare l'effettiva capacità reddituale dell'impresa e la sua capacità di generare flussi di cassa;
- verificare la solidità patrimoniale e finanziaria e la situazione creditizia dell'impresa da acquisire.

Le diverse esigenze investigative, come già detto, possono essere piuttosto varie e il processo di *due diligence* può essere considerato come l'insieme di diverse e specifiche analisi quali (Balducci, 2007):

- *due diligence contabile* che solitamente viene svolta da una società di revisione e ha l'obiettivo di raccogliere e analizzare dati e informazioni di natura amministrativa, gestionale e finanziaria per poter valutare la complessiva situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'impresa *target*. In questo tipo di verifica viene verificata anche l'esistenza dei libri contabili e il rispetto delle regole e dei principi di tenuta contabile;

- *due diligence fiscale* dove viene prestata particolare attenzione agli obblighi tributari della società come la presenza e la correttezza delle dichiarazioni fiscali, dei pagamenti e degli eventuali contenziosi con il fisco. In questa analisi si valuta anche l'impatto che l'operazione di fusione o acquisizione avrà nella fiscalità delle società o della nuova entità che si viene a creare;
- *due diligence legale* che è finalizzata a identificare possibili rischi di natura legale in capo alla società *target*. L'analisi riguarda la struttura societaria, le problematiche relative ai diritti dei lavoratori, ai contratti con fornitori e clienti, la proprietà di diritti e licenze ecc;
- *due diligence operativa* volta a esaminare la struttura operativa e dell'impresa come ad esempio l'IT, la produzione, la *supply chain*;
- *due diligence ambientale* per analizzare l'impatto dell'attività sull'ambiente e i possibili rischi di inquinamento o di disastro ambientale specie in relazione all'attività svolta;
- *due diligence sulla sicurezza dei lavoratori*.

Spesso accade che l'acquirente non dia molta importanza alla fase di *due diligence* considerandola una semplice analisi dei documenti sociali e contabili invece di svolgere un'analisi più approfondita volta a identificare l'effettiva capacità dell'azienda di generare valore.

Una volta terminata la complessa attività di *due diligence* si hanno a disposizione tutti i dati e le informazioni per procedere alla formalizzazione dell'accordo tra le parti attraverso la predisposizione da parte dell'acquirente di un'offerta in cui vengono indicati (Conca, 2001):

- l'oggetto dell'acquisizione;
- il prezzo di riferimento;
- le condizioni contrattuali, le clausole e le modalità di pagamento;
- le garanzie e le clausole particolari (es: clausole compromissorie);
- la validità temporale dell'offerta.

Una volta avvenuta la presentazione dell'offerta da parte dell'acquirente si passa alla definizione del prezzo definitivo della transazione e alla stesura del contratto. Una volta avvenuto e siglato definitivamente l'accordo, la seconda macro-fase si conclude per dare avvio alla fase di integrazione post-acquisizione.

1.5.3 Il processo di integrazione aziendale

L'integrazione post-acquisizione, come già indicato a più riprese, è la terza ed ultima macro-fase delle operazioni di M&A in cui i vantaggi stimati nelle precedenti analisi di tipo strategico devono trovare realizzazione tramite lo sfruttamento delle leve delle sinergie potenziali che si sono in precedenza individuate. Il processo di integrazione può portare ad un miglioramento della redditività derivante da scelte manageriali di razionalizzazione delle strutture delle imprese coinvolte nell'operazione. Tale fase è strettamente collegata con la prima macro-fase in quanto l'integrazione una volta avvenuta l'operazione, deve rendere concrete le diverse sinergie che hanno spinto allo svolgimento dell'operazione di M&A (Reed et al., 2009).

Se l'operazione è spinta da ragioni prettamente finanziarie, le due realtà possono mantenere un elevato grado di autonomia, limitando quindi il bisogno di integrazione. Se invece l'operazione di M&A è fondata su obiettivi di carattere strategico, ad eccezione dell'obiettivo di diversificazione non correlata, allora l'integrazione tra le realtà risulta essere importante al fine dell'ottenimento dei vantaggi preventivati.

L'obiettivo dell'integrazione è quello di costruire una nuova realtà capace di creare valore nel medio-lungo periodo e che tale valore non si limiti dunque alla semplice somma dei valori delle realtà che hanno partecipato all'operazione (Reed et al., 2009).

Se il processo di integrazione è ben realizzato, è comunque difficile che porti a risultati rilevanti se in precedenza non è stata svolta un'accurata valutazione strategica e un'identificazione dei possibili benefici e delle possibili sinergie che dovrebbero scaturire. D'altro canto, un'operazione adeguatamente studiata e impostata può comunque fallire se il processo integrativo è svolto in modo errato o superficiale.

È in questa fase che si realizza o meno il successo dell'operazione e lo sforzo da parte del *management* deve essere massimo, anche con riferimento all'impegno di risorse finanziarie necessarie. I fattori più critici nella fase di integrazione sono: l'integrazione culturale e organizzativa, la generazione del consenso e la trasferibilità delle risorse e delle competenze.

L'integrazione culturale ha come criticità le barriere presenti all'interno delle realtà considerate come i comportamenti e le abitudini delle persone, i comportamenti radicati nel personale che possono ostacolare l'integrazione a diverse fasi del procedimento. In fase di integrazione vi possono essere anche barriere di tipo organizzativo come ad esempio la presenza di rotate procedure formali o l'utilizzo di sistemi di comunicazione o informativi diversi (Vaara et al., 2012).

Con riferimento alla generazione del consenso all'interno dell'organizzazione, è importante da parte del manager un atteggiamento costruttivo e aperto al dialogo, volto a rendere noto a tutti gli stati aziendali l'importanza dell'operazione e i benefici che ne scaturiranno.

La difficoltà nel trasferimento delle risorse tra le diverse realtà aziendali può scaturire da risorse come il *know-how* che è dunque fortemente legato al fattore umano e non alla struttura fisica dell'impresa. L'importanza della trasferibilità delle risorse e delle specifiche competenze è legata alle operazioni in cui le realtà aziendali considerate operano in business strettamente correlati in quanto l'integrazione e gli effetti delle sinergie possono derivare soprattutto dall'incontro e dallo scambio di conoscenze, idee e competenze tra i diversi soggetti.

1.6 Le operazioni di M&A internazionali e le principali caratteristiche

Le strategie di internazionalizzazione hanno un orizzonte temporale di lungo periodo e le imprese devono essere in grado di individuare quali soluzioni ponderino al meglio i vantaggi e gli svantaggi delle diverse alternative possibili al fine di massimizzare l'efficienza nel tempo e il valore dell'azienda. Le opzioni di ingresso e di sviluppo nei mercati internazionali sono state ampiamente analizzate in letteratura e classificate secondo diversi approcci. Ad esempio, secondo Johanson e Vahlne (1977) il processo di internazionalizzazione è una sequenza di fasi di ingresso in un mercato internazionale in cui le fasi successive rappresentano gradi più elevati di coinvolgimento internazionale. La modalità di ingresso attraverso l'export è di solito la prima fase di una strategia di internazionalizzazione anche se nel corso degli anni in diversi settori sta diventando sempre meno adatta ad affrontare efficacemente la competizione globale. Dopo l'esportazione, la fase successiva del processo di internazionalizzazione è rappresentata dalla realizzazione di accordi con intermediari locali come ad esempio gli agenti di vendita presenti nel paese estero. Se l'impresa ottiene il successo desiderato nel paese straniero, solitamente decide di non ricorrere più agli intermediari locali ma di creare una propria rete di vendita estera e, successivamente, di installare degli stabilimenti produttivi nel territorio del paese. Tale intervento diretto dell'impresa viene definito IDE, ovvero investimenti diretti all'estero, e può avvenire in diverse forme come, ad esempio, con le operazioni di fusione e acquisizione, con la creazione di filiali estere o attraverso accordi di joint venture. In ogni caso queste modalità di ingresso in un paese dovrebbero essere coerenti con le intenzioni strategiche generali dell'impresa. Con riferimento all'investimento diretto all'estero tramite le operazioni di M&A, queste vengono definite *cross-border* M&A e sono relative ad operazioni in cui le controparti interessate provengono da paesi differenti. L'attività di fusione e acquisizione transfrontaliera

è diventata un importante strumento strategico per la crescita aziendale e, anche se di natura simile, una fusione transfrontaliera si differenzia da un'acquisizione transfrontaliera. La prima è un'operazione in cui due imprese con sede in paesi diversi si combinano per dar vita a nuova entità e a guidare tale scelta di fondere le due realtà è il fatto che queste hanno capacità che, se combinate, si prevede creino vantaggi competitivi che contribuiranno al successo sul mercato globale (Hitt et al., 2001). La seconda è un'operazione in cui un'impresa in espansione acquista una partecipazione di controllo o l'integralità del capitale sociale di una società esistente localizzata in un paese straniero; in quest'ultimo caso l'impresa acquisita diventa un'unità aziendale all'interno del portafoglio di imprese dell'acquirente. L'obiettivo generale delle operazioni di M&A internazionali, come in quelle a livello domestico, è creare più valore rispetto a quello che potrebbe essere generato dalle società interessate se restassero indipendenti. Le operazioni transfrontaliere sono più complesse di quelle nazionali e il numero di aspetti da considerare prima di intraprendere un'operazione di M&A è maggiore. Le imprese che intendono svolgere un'operazione di M&A al di fuori dai confini nazionali devono analizzare e affrontare elementi che sono noti a livello nazionale ma che sono sconosciuti per quanto riguarda il paese dell'impresa *target* come, ad esempio, l'andamento dell'economia locale, la regolamentazione, il sistema finanziario, i mercati di approvvigionamento e di sbocco, la concorrenza e le usanze locali e tutto ciò che riguarda la cultura nazionale. A livello di operazioni internazionali, questi elementi e i relativi impatti devono essere analizzati per ciascuno dei paesi in cui si intende operare e si tratta di un'attività complessa che richiede tempo e sforzi maggiori rispetto alle operazioni svolte in ambito domestico. Ogni accordo transfrontaliero è diverso l'uno dall'altro e, in linea di principio, ogni acquirente dovrebbe partire dal presupposto che la maggior parte dei molteplici elementi sopra indicati cambia da un paese all'altro. A differenza delle operazioni di M&A domestiche, nel caso di operazioni internazionali l'acquirente deve analizzare anche il sistema paese dell'impresa *target*, ovvero la stabilità e la qualità del sistema normativo, i regolamenti locali, i regimi fiscali, la semplicità e la stabilità del diritto del lavoro e l'accessibilità e affidabilità delle istituzioni pubbliche locali.

Altro aspetto particolare, specie per quanto riguarda l'analisi del sistema economico, è la specializzazione del settore. Nell'analizzare l'economia del paese dell'impresa *target*, è importante considerare lo sviluppo di un'industria nel paese in quanto riflette un complesso insieme di vantaggi e vincoli nazionali di lungo periodo. Questo ha infatti diversi impatti sulle operazioni transfrontaliere in quanto più alto è il grado di specializzazione di un paese in un determinato settore, tanto più una data impresa in quel paese sarà in grado di utilizzare le competenze e gli *asset* disponibili per gestire l'attività di M&A. Quanto più un'industria è

sviluppata a livello locale e rappresenta una parte importante del PIL, tanto più in quel paese sarà facile ottenere la disponibilità, ad esempio, di manodopera specializzata, di fornitori specifici, di ricercatori ed esperti nel settore e questo gioca un ruolo molto importante soprattutto nella fase di integrazione post acquisitiva.

Più nello specifico, l'impresa che intende svolgere un'operazione di M&A a livello internazionale deve anche valutare il contesto commerciale locale in quanto le differenze tra quello estero e quello nazionale sono un elemento critico da considerare. L'acquirente deve quindi conoscere e analizzare l'andamento della domanda, le tendenze demografiche, i gusti dei consumatori, l'organizzazione delle reti di vendita, le caratteristiche dei beni e servizi localmente prodotti, nonché i principali *competitors* e le relative strategie commerciali a livello locale. Tutti questi aspetti devono essere conosciuti dall'impresa acquirente per garantire che siano rispettate le aspettative e si creino le sinergie per quanto riguarda l'aspetto commerciale. Nell'affrontare un'operazione di M&A internazionale, l'impresa acquirente deve inoltre considerare l'impatto che il suo ingresso in un determinato paese può avere sull'ambiente competitivo locale e internazionale e prevedere quali potrebbero essere le scelte strategiche attuate dai concorrenti per ostacolare il suo ingresso nel mercato.

Dal lato dei mercati finanziari, nel caso di operazioni di M&A internazionali, l'acquirente deve analizzare le potenziali opportunità e problematiche con riferimento all'accesso al capitale di debito spesso necessario per finanziare la crescita estera. Nel caso del ricorso al debito, l'acquirente deve valutare la propria capacità di ottenimento di finanziamenti da parte di istituti di credito locali, la differenza di tassi di interessi rispetto a quelli nazionali per quanto riguarda non solo le linee di credito ma anche l'emissione di titoli obbligazionari (Hitt et al., 2001).

A differenza delle operazioni di fusione e acquisizione a livello domestico, quelle transfrontaliere sono soggette ai cambiamenti geopolitici che possono influenzare in maniera rilevante il successo o il fallimento delle operazioni stesse (Whitaker, 2016). Tali cambiamenti geopolitici possono essere, ad esempio, l'imposizione di dazi commerciali ad una nazione, l'inizio di un conflitto o l'insediamento di un nuovo governo che intende adottare politiche economiche diverse. Le imprese devono quindi considerare come tali possibili fattori geopolitici possono influire sull'economia del paese dell'impresa *target*, sull'accesso alle risorse e sulla gestione degli investimenti esteri.

Un'importante aspetto delle operazioni di M&A internazionali che le differenzia da quelle domestiche è la maggiore distanza geografica che vi può essere tra il paese dell'impresa acquirente e quello dell'impresa *target* (Ghemawat, 2001). La distanza geografica comprende anche le caratteristiche naturali, come le dimensioni fisiche del paese, l'accesso alle

infrastrutture e alle vie di trasporto e comunicazione e molte altre caratteristiche che possono influenzare il commercio e, più in generale, l'operatività delle imprese. Quanto alle infrastrutture, ad esempio, queste consentono il collegamento degli individui ai posti di lavoro, dei beni agli impianti di produzione e dei prodotti ai mercati. Le infrastrutture sviluppate contribuiscono a migliorare la produzione e le relative strutture di servizio, a ridurre i costi di transazione e di scambio, ad offrire opportunità di lavoro e quindi ad aumentare l'efficacia e la produttività. Nello scenario opposto, un'infrastruttura sottosviluppata crea l'impossibilità di raggiungere uno sviluppo sostenibile, inducendo una diminuzione delle prestazioni. Questi elementi possono quindi influenzare la decisione di intraprendere o meno un'operazione di M&A in un determinato territorio in quanto possono impattare sull'attività di integrazione e sull'operatività successiva. Inoltre, un acquirente che è vicino all'impresa acquisita è in una posizione migliore per combinare e integrare le risorse chiave mentre la lontananza rende difficile la gestione dei diversi *asset* e del capitale umano al fine dell'ottenimento di importanti sinergie (Ghemawat, 2001).

Nelle operazioni di *cross-border* M&A, a differenza di quelle domestiche, deve essere considerata non solo quella geografica ma anche altre tipologie di distanza come quella istituzionale, culturale ed economica. Ai fini di questo capitolo ci si è limitati ad illustrare solamente quella geografica in quanto le altre appena citate saranno oggetto di una più dettagliata analisi nel corso del secondo capitolo. Nei successivi paragrafi verranno esposte le ragioni che portano un'impresa ad attuare un'operazione di M&A fuori dai confini nazionali e quali fattori esterni possono impattare in modo positivo e negativo su tutte le fasi di queste operazioni internazionali.

1.6.1 Le motivazioni delle fusioni e acquisizioni internazionali

Esiste più di una ragione per cui le imprese decidono di svolgere le fusioni e le acquisizioni transfrontaliere. In questo caso verranno analizzate le cinque principali motivazioni (Hitt et al., 2001) che spingono le imprese verso le *cross-border* M&A:

- aumento del potere di mercato;
- superamento delle barriere all'entrata;
- riduzione dei costi di R&D di nuovi prodotti e tecnologie;
- velocità di ingresso nel mercato;
- maggiore diversificazione.

È importante notare che la decisione di fondersi o di acquisire un'impresa in un altro paese è raramente assunta in considerazione di una sola delle appena citate motivazioni, quindi, anche

se queste sono discusse come influenze indipendenti, in molti casi più di una motivazione spinge le imprese ad effettuare una fusione o acquisizione transfrontaliera. Tra le cinque ragioni, tuttavia, quella che più comunemente porta alla decisione di effettuare M&A internazionali è il desiderio di aumentare il potere di mercato (Hitt et al., 2001).

Aumentare il potere di mercato: attraverso le operazioni di fusione e acquisizione a livello internazionale, l'acquirente cerca di diminuire il numero di concorrenti presenti in un determinato mercato geografico attraverso operazioni orizzontali. Lo stesso obiettivo può essere perseguito anche quando l'acquirente acquisisce un'azienda concorrente in un settore molto legato a quello in cui opera in quanto ritiene che la successiva integrazione tra le due realtà possa portare a sinergie derivanti dalla condivisione di determinati processi produttivi o di competenze applicabili sia in uno che nell'altro settore. Le aziende possono incrementare il potere di mercato anche tramite acquisizioni verticali acquisendo, ad esempio, un fornitore estero per poter avere accesso a una fonte di approvvigionamento affidabile in termini di disponibilità di fornitura, consegna puntuale, qualità degli input. Inoltre, l'acquisizione di un fornitore estero può essere utile per limitare la volatilità del prezzo di mercato di alcune materie prime e ottenere un maggior controllo delle fonti di produzione delle materie prime. L'acquirente potrebbe anche volere acquisire le imprese venditrici dei suoi beni e servizi all'estero in quando delusa dai risultati ottenuti o dalla qualità dei servizi. In questo caso l'impresa acquirente ha come obiettivo principale il controllo diretto dei canali distributivi nel territorio dello stato estero, la riduzione dei costi di transazione e il miglioramento della coordinazione dei sistemi distributivi degli altri paesi stranieri in cui opera l'*acquirer* (Morresi e Pezzi, 2014).

Il problema principale delle aziende che hanno una struttura verticalmente integrata è che possono essere più difficili da gestire a causa delle loro dimensioni maggiori e l'integrazione verticale, specie in ambito internazionale, ha come punto debole la difficoltà e la complessità della gestione e della coordinazione delle informazioni e delle decisioni che, almeno nei casi più complessi, devono avvenire lungo tutta la catena del valore (Whitaker, 2016).

Superamento delle barriere all'ingresso: in alcune aree geografiche la presenza commerciale consolidata di alcune imprese può rendere praticamente impossibile l'accesso ad un determinato mercato da parte di aziende straniere. In questo caso per superare tali barriere, le imprese ricorrono alle operazioni di M&A per poter accedere nel mercato sfruttando il marchio, la notorietà e la rete distributiva dell'impresa acquisita (Caiazza, 2011).

Riduzione dei costi di R&D di nuovi prodotti e tecnologie: Alcune nazioni hanno sviluppato negli anni zone specifiche in cui la ricerca e l'innovazione tecnologica proliferano e dove è facile avere accesso a ingegneri, fisici, scienziati, università rinomate e ad

organizzazioni di ricerca. Queste condizioni sono una fonte di attrattività di investitori stranieri che intendono entrare in un determinato mercato geografico e accedere a nuove competenze, nuove tecnologie e nuovi prodotti (Whitaker, 2016). In aggiunta, come già visto in ambito domestico, lo sviluppo interno di nuovi prodotti e nuove tecnologie può risultare costoso e richiedere molto tempo senza che vi sia la sicurezza dei risultati finali. Dati questi elementi, alcuni dirigenti aziendali ritengono lo sviluppo di nuovi prodotti e tecnologie troppo rischioso e reputano che l'acquisizione di una realtà aziendale già esistente possa facilitare l'ottenimento di determinate tecnologie e processi in maniera più sicura e meno costosa. Quindi, a livello internazionale, la possibilità di ridurre i costi di sviluppo rispetto a quelli che si avrebbero attraverso lo sviluppo interno, aggiunta alla possibilità di sfruttare la presenza immediata in un mercato esterno, portano i *manager* a considerare sempre di più l'attuazione di operazioni di fusione e acquisizione al di fuori dei confini nazionali.

Velocità di ingresso nel mercato: attraverso l'acquisizione di altre imprese a livello internazionale, le aziende cercano di competere in nazioni diverse in modo più rapido rispetto ai tempi necessari per stabilire una nuova struttura e creare nuove relazioni nel paese ospitante. In questo caso l'obiettivo dell'acquirente è quello di sfruttare il portafoglio clienti, i diversi canali distributivi dell'impresa locale e di sviluppare e aumentare le vendite dei prodotti e servizi. Come già rimarcato, questo richiede un'importante valutazione circa l'andamento del mercato locale, la sua segmentazione, le caratteristiche dei clienti e i punti di forza e di debolezza dei principali concorrenti, nonché una valutazione degli *asset* acquisiti come i sistemi di gestione della forza vendita, l'attività di *reporting* commerciale e i sistemi gestionali per coordinazione dei clienti e dei relativi ordini (Hitt et al., 2001).

Maggiore diversificazione: uno degli obiettivi principali delle aziende che intraprendono la strada delle operazioni di fusione e acquisizione internazionale è la diversificazione geografica in quanto le imprese possono sfruttare le potenzialità di nuovi mercati più redditizi rispetto a quello domestico. La scelta di diversificare la presenza dell'impresa in altre aree geografiche è spesso la conseguenza di situazioni in cui il mercato nazionale risulta essere maturo e la pressione concorrenziale porta ad una lenta erosione dei margini di vendita e del potere di mercato. In questo modo l'impresa può quindi sfruttare altre possibilità in nuove aree geografiche ed essere in grado di ottenere velocemente tramite le operazioni di M&A una posizione competitiva più forte e una redditività maggiore dei propri prodotti. Dal lato della struttura dei costi, la diversificazione geografica tramite le operazioni di M&A consente l'ottenimento dei benefici derivanti dalle economie di scala e di scopo mentre dal lato dei ricavi

consente di ridurre il rischio di fluttuazione in quanto permette di ripartire tale rischio in diverse aree geografiche (Morresi e Pezzi, 2014). Inoltre, la diversificazione geografica tramite fusioni e acquisizioni consente all'impresa di poter crescere velocemente a livello dimensionale e ottenere un maggiore potere negoziale nei confronti dei diversi clienti e fornitori internazionali. Altri vantaggi legati alla diversificazione geografica che spingono le imprese ad effettuare una *cross-border* M&A sono la possibilità di sfruttare le differenze di cambio nelle valute e di scegliere il sistema fiscale più adatto per la tassazione dei ricavi e degli utili societari attraverso lo spostamento da un paese all'altro delle operazioni di vendita dei propri beni e servizi (Mariani, 2017).

1.6.2 Fattori esterni che influenzano le operazioni di M&A internazionali

Molti fattori esterni alla gestione strategica della società possono influenzare positivamente o negativamente un'operazione di M&A internazionale. In questa sede verranno illustrati le quattro principali dimensioni:

- finanziaria;
- normativa;
- socio-politica;
- culturale.

Questi macro insiemi di fattori possono influenzare tutte le fasi dell'operazione di fusione e acquisizione internazionale come la decisione su quale paese investire, la predisposizione del *budget*, la negoziazione e la successiva integrazione societaria una volta avvenuto l'accordo definitivo tra le parti.

La dimensione finanziaria: con riferimento alla dimensione finanziaria, le operazioni di M&A possono risentire dell'interferenza di fattori come i livelli dei tassi di interesse di mercato, la dimensione del sistema finanziario di una nazione, l'inflazione e i tassi di cambio. Ad esempio, la presenza di un solido mercato azionario e la quotazione di molte aziende locali sono elementi che possono favorire le operazioni di M&A in quanto vengono limitati i rischi di interferenze politiche durante la fase di accordo e perché viene fornita una maggior trasparenza derivante dal ricorso al mercato del capitale di rischio. Un florido e consolidato mercato finanziario favorisce la possibilità di valutare diverse forme di finanziamento mentre un mercato azionario particolarmente attivo può risultare utile nel caso di una successiva decisione di disinvestimento da parte dell'acquirente. A livello finanziario i tassi di interesse del mercato hanno un impatto sull'attività di M&A internazionale in quanto lo *spread* tra i tassi può essere sfruttato da imprese presenti in diversi paesi al fine di ottenere migliori

condizioni per quanto riguarda il ricorso al capitale di debito. Imprese localizzate in nazioni con un buon *rating* hanno accesso a tassi d'interesse più bassi rispetto alle loro controparti situate in nazioni più rischiose. Questo può facilitare l'impresa nel finanziare successivamente i propri investimenti a un costo minore senza far ricorso a forme di finanziamento locali dando slancio, quindi, alle operazioni di M&A internazionali. Per converso, nei casi in cui una nazione attuasse un'operazione di *quantitative easing* o dichiarasse di non riuscire a far fronte al debito sovrano, vi potrebbe essere una contrazione delle attività di M&A nel paese in quanto lo stesso verrebbe valutato troppo rischioso dagli investitori esteri (Whitaker, 2016). Anche l'inflazione è un fattore che può influenzare negativamente l'attività di fusione e acquisizione internazionale in quanto tassi elevati e diversi da quelli nazionali possono rendere più difficile la valutazione dell'operazione, specie con riferimento alle previsioni relative ai ricavi e ai costi futuri dell'impresa *target*. Inoltre, è importante considerare che in alcuni paesi vi sono sistemi di adeguamento automatico all'inflazione dei salari, delle forniture di energia e dei servizi pubblici che in altri non esistono.

A livello internazionale i tassi di cambio tra diverse valute possono favorire o sfavorire l'attività di M&A. Un deprezzamento della valuta dell'impresa acquirente può disincentivare l'attività all'estero dell'impresa dato che dovrebbe sostenere, a parità di condizioni, costi maggiori. Per converso, un apprezzamento della valuta nazionale rende la propria moneta più forte a livello internazionale e favorisce così gli investimenti all'estero e dunque anche le operazioni di M&A in altri paesi. Altro aspetto da considerare è il fatto che, mentre il valore dell'operazione è calcolato al momento dell'accordo, i ricavi di vendita, i costi operativi, i rimborsi dei finanziamenti e il pagamento dei dividendi evolveranno nel tempo in base ai tassi di cambio; ulteriormente una forte variazione dei tassi stessi può avere un impatto importante sulle precedenti previsioni a livello di *budget* (Whitaker, 2016).

La dimensione normativa: questa seconda dimensione riguarda soprattutto le leggi, le procedure, i regolamenti che possono influire sull'attività internazionale di M&A in quanto tali fattori normativi impattano sul processo decisionale dell'impresa acquirente, sulla possibilità di applicare in un altro paese la propria strategia competitiva e sugli obblighi in termini di *reporting* alle autorità pubbliche. Ad esempio, la maggior tutela dei diritti degli investitori da parte di specifiche norme giuridiche, specie con riferimento agli investimenti diretti esteri e alle transazioni internazionali, gioca un ruolo positivo nell'attività di M&A a livello internazionale. Maggiore è la tutela degli interessi degli investitori stranieri, maggiore è la probabilità che le imprese straniere investano nel paese. Al contrario, fattori come un'elevata interferenza della politica sull'attività economica, la presenza di *lobby* economiche e la corruzione possono disincentivare le imprese straniere ad investire in un determinato

paese dato che i loro interessi sono meno tutelati e garantiti (Whitaker, 2016). Il contesto istituzionale e normativo locale gioca dunque un ruolo importante nelle operazioni internazionali di fusione e acquisizione in quanto può incentivare o sfavorire gli investimenti nel paese da parte di imprese straniere. Altro elemento normativo che può influenzare l'attività di M&A è l'utilizzo da parte delle imprese estere di diversi principi contabili. Nella prassi le grandi imprese preferiscono adottare i principi contabili internazionali (IAS/IFRS) e in alcuni casi, come per le società quotate, tali principi sono obbligatori; questo non avviene per quanto riguarda le PMI che sono solite adottare i sistemi contabili previsti dal legislatore nazionale e che in alcuni casi possono divergere da quelli dell'impresa acquirente interessata alla loro acquisizione, rendendo più complessa la valutazione della realtà aziendale che si intende acquisire. L'attività di *compliance* è un altro aspetto che deve essere considerato quando si intende attuare una *cross-border* M&A. Nei paesi più sviluppati, ad esempio, l'attività di *compliance* a livello di sicurezza sul luogo di lavoro, impatto ambientale e sulle norme di produzione porta le imprese ad avere maggiori costi operativi. Tuttavia, esistono divari tra paesi dato che, specie in quelli emergenti, non vi sono imposizioni così stringenti a livello di *compliance* come nei paesi più sviluppati; è per questo che le imprese possono sfruttare tali situazioni al fine di contenere i costi operativi attraverso il ricorso a manodopera a basso costo o evitando il rispetto di norme anti inquinamento che sono invece imposte in altri paesi.

La dimensione socio-politica: questo terzo gruppo di fattori che possono influenzare l'attività di M&A internazionale riguarda nello specifico i fattori socio-politici che possono essere diversi da un paese all'altro. In questa sede verrà esposto un importante fattore socio-politico che può influenzare le operazioni di M&A a livello internazionale, ovvero il sistema sindacale del paese dell'impresa *target*. I sindacati vengono percepiti in modo diverso dai *manager* a seconda dei loro obiettivi strategici. Se ad esempio l'impresa intende investire all'estero per ottenere profitti tramite un'attività produttiva centrata sulla minimizzazione del costo di produzione e del costo del capitale umano, allora i sindacati saranno percepiti come un ostacolo all'operatività aziendale. Per converso, se l'investimento all'estero ha obiettivi di lungo periodo e si vuole basare su relazioni collaborative con i dipendenti, allora i sindacati non verranno considerati dai *manager* come un limite all'attività dell'impresa ma come uno strumento per ottenere profitti più sostenibili a livello sociale e per raggiungere una coesione interna a livello aziendale. L'impatto dei sindacati non è dunque chiaro e cambia da paese a paese e, nel caso di operazioni di M&A internazionali, i dirigenti aziendali devono essere in grado di comprendere le leggi locali in materia di gestione delle risorse umane e le aspettative

della forza lavoro dell'impresa *target* e devono riuscire a gestire i rapporti con il sistema sindacale locale e con le diverse rappresentanze della forza lavoro (Whitaker, 2016).

La dimensione culturale: la dimensione cultura ha un impatto importante sulle operazioni internazionali. A differenza dei fattori economici e istituzionali, quelli culturali sono più difficili da comprendere da parte dei *manager* e richiedono una scrupolosa valutazione di come questi possano impattare sulla riuscita delle operazioni di M&A al di fuori del territorio nazionale. Tali fattori possono essere, ad esempio, la struttura del tessuto sociale, le differenze linguistiche, le diverse comunità locali, le credenze e i valori.

Dal lato del tessuto sociale, è importante da parte dell'impresa acquirente capire quali sono le diversità sociali ed educative di un paese rispetto a quello di origine perché in altre nazioni vi può essere una maggiore o minore frammentazione sociale e una più o meno marcata disuguaglianza sociale che possono influire positivamente o negativamente sulle pratiche commerciali, sulla ricerca di lavoratori e su altri tanti aspetti collegati alla gestione in loco dell'integrazione dell'impresa estera. Il fattore linguistico può essere un freno all'attività internazionale di M&A specie in quei paesi in cui non solo vi sono diverse lingue ufficiali, ma vi è un forte utilizzo di dialetti che potrebbero rendere più difficile l'attività integrativa dell'impresa locale, in particolare con riferimento alla gestione della forza lavoro locale e alla creazione di un senso di gruppo tra i collaboratori di diverse nazionalità. Ogni nazione è inoltre composta da diverse comunità che rappresentano delle segmentazioni culturali basate ad esempio sullo *status* sociale, sulle religioni e sulle lingue parlate. La diversa composizione della società in comunità deve essere attentamente analizzata dall'acquirente dato che potrebbe impattare negativamente sulla gestione successiva dell'impresa acquisita poiché ogni comunità può avere diverse specificità educative, diversi modelli di consumo e di approccio al lavoro.

Per concludere, quando un'impresa intende investire in un determinato paese straniero dovrebbero analizzare se la popolazione di quest'ultimo è propensa all'innovazione e al cambiamento o se, invece, è più conservativa e garante delle proprie credenze religiose e dei propri valori comunitari. Questo fattore potrebbe avere delle conseguenze in termini di approvazione o meno da parte della popolazione dei nuovi investitori, dell'innovazione tecnologica e delle nuove forme di gestione del lavoro (Whitaker, 2016).

CAPITOLO 2 - UN RIESAME DELLE RICERCHE ACCADEMICHE NELL'ULTIMO DECENNIO NELLE OPERAZIONI DI M&A

2.1 Introduzione

Questo capitolo è volto a riassumere le più importanti ricerche svolte nell'ambito delle operazioni di M&A negli ultimi quindici anni, in particolar modo dal 2004 al 2020 e ad introdurre la domanda di ricerca di questo elaborato. Nonostante il numero sempre maggiore di operazioni di M&A, solamente la metà di esse riesce a creare valore per gli investitori e la media dei rendimenti alla data dell'annuncio è pari a -0.4 percento (Boston Consulting Group, 2020). Questo porta la letteratura accademica ad analizzare quali siano i fattori che influenzano maggiormente le *performance* di tali operazioni. In particolare, negli ultimi anni, i ricercatori si sono interessati maggiormente agli aspetti del comportamento e dell'acquisizione di capacità ed esperienza nelle operazioni di fusione e acquisizione. Nonostante questo, l'importante lavoro svolto negli ultimi anni risulta essere frammentato in quanto le ricerche empiriche sono molteplici e gli specifici argomenti trattati e discussi non sono stati ancora integrati tra loro in maniera sistematica. L'obiettivo dell'analisi della letteratura è quindi quello di:

- 1) evidenziare le principali teorie avanzate dai ricercatori negli ultimi quindici anni in merito all'apprendimento nelle operazioni di fusione e acquisizione;
- 2) individuare il gap nella letteratura per motivare la domanda di ricerca della presente tesi.

Ai fini dell'analisi, data l'importanza degli aspetti comportamentali, si è deciso in primo luogo di scomporre parte della letteratura in due filoni, uno relativo agli aspetti comportamentali individuali che possono influire nelle operazioni di M&A, come ad esempio gli aspetti caratteriali dei manager, i loro compensi e la loro propensione al rischio, l'altro relativo agli aspetti organizzativi che impattano sull'attività di M&A come ad esempio le caratteristiche delle imprese acquirenti e delle imprese target. Una volta fatto questo, l'attenzione si sposterà sulla letteratura interessata all'esperienza, al *organisation learnig* e all'apprendimento tramite l'esecuzione di queste operazioni strategiche. L'analisi degli aspetti esperienziali è importante in quanto permette di individuare quali sono i *drivers* e i fattori che permettono alle imprese di acquisire competenze e di applicarle per la realizzazione ottimale delle operazioni di fusione e acquisizione. Inoltre, l'analisi dell'esperienza è importante perché permette di individuare come le organizzazioni, anche nell'ambito delle M&A, creano

le loro routine, ovvero procedimenti ripetitivi che aiutano a svolgere determinate attività in maniera più veloce ed efficiente rispetto a chi non possiede determinate competenze derivanti dall'esperienza. Dati questi importanti fattori, questo elaborato si innesta sugli aspetti dell'apprendimento e dell'esperienza, specie con riferimento a quelli che non sono stati ancora trattati in maniera approfondita in ambito accademico, ovvero l'impatto dell'esperienza acquisita in specifiche regioni geografiche e dell'esperienza acquisita nell'ambito di altre aree geografiche sulle *performance* delle operazioni di M&A internazionali.

La ricerca si interessa anche al contesto istituzionale, ovvero quell'insieme di norme e regole scritte e non che regolano la vita, l'economia e i processi in un determinato territorio e sull'impatto che questo può avere, anche in maniera prorompente, sull'attività di M&A e sulle relative *performance*. Una volta fatto questo, l'analisi si focalizzerà sulla relazione esistente tra

performance, contesto e distanza istituzionale ed esperienza acquisita in specifiche aree geografiche o in altre e diverse regioni, considerando la distanza istituzionale come moderatore della relazione esistente tra esperienza e *performance*.

2.2 Una review della letteratura: i fattori che influenzano le operazioni di M&A

In questa sezione verranno analizzati i principali contributi letterari dell'ultimo decennio sullo studio dei principali fattori che possono influenzare le operazioni di fusione e acquisizione. In particolare, verrà svolta una riesamina degli studi che hanno analizzato i fattori individuali che possono influenzare le diverse fasi dell'attività acquisitiva, dalla decisione di acquisire una determinata società fino alla gestione dell'integrazione della realtà acquistata. Successivamente verranno analizzati i principali contributi accademici relativi allo studio dei fattori a livello organizzativo che possono influenzare diversi aspetti delle operazioni di fusione e acquisizione.

2.2.1 Fattori a livello individuale che influenzano le operazioni di M&A

Molte ricerche attuali si sono focalizzate sui fattori individuali che possono influire sull'attività di M&A. In particolare, gli individui attraverso i loro comportamenti possono influenzare l'assunzione delle decisioni di M&A, le loro performance economico-finanziarie e i risultati in ambito lavorativo.

Diverse ricerche hanno evidenziato come aspetti caratteriali, psicologici, di esperienza, di competenza e di propensione al rischio possano influenzare i CEO aziendali nelle decisioni di intraprendere operazioni straordinarie. Ad esempio, gli aspetti caratteriali dei *managers* come il narcisismo, la troppa sicurezza in sé o l'essere estroversi, porta ad intraprendere attività di M&A in maniera più frequente rispetto a colleghi più pacati e discreti. (Chatterjee e Hambrick, 2007, 2011; Gamache, McNamara, Mannor e Johnson, 2015; Malhotra, Reus, Zhu, e Roelofsen, 2018).

Altri ricercatori (Brouthers e Dikova, 2010) hanno dimostrato come l'aver svolto in passato delle operazioni di M&A o un'alta propensione al rischio influenzino positivamente l'attitudine a intraprendere altre operazioni di fusione e acquisizione mentre altri si sono mossi nell'analizzare la propensione a svolgere queste operazioni dal lato della remunerazione concessa ai *managers* aziendali. In particolare, si è dimostrato (Sanders & Hambrick, 2007) che i guadagni derivanti dalle *stock options* ai *managers* influenzano positivamente l'attuazione di tali operazioni come anche l'attribuzione di remunerazioni inferiori alla media mentre, fattori come il forte indebitamento aziendale o l'oscillazione non sporadica della quotazione dei titoli aziendali in borsa, possono disincentivare i direttori aziendali a compiere operazioni strategiche di questo tipo. I diversi studi svolti negli ultimi anni dimostrano quindi come la remunerazione riconosciuta ai *managers* possa influenzare positivamente o negativamente la loro propensione ad intraprendere la strada della crescita per via esterna attraverso le operazioni di M&A.

Dal lato invece delle *performance*, caratteristiche personali come l'essere egocentrici e troppo sicuri di sé, portano a operazioni di M&A che distruggono invece di generare valore (Kolasinski e Li, 2013; Aktas, de Bodt, Bollaert, e Roll, 2016) mentre, dal lato dell'esperienza pregressa in capo ai manager, i ricercatori hanno riscontrato risultati positivi in operazioni in cui i dirigenti conoscevano bene il settore delle imprese *target* (Custódio e Metzger, 2013; Goodman, Neamtiu, Schroff, e White, 2014). Con riferimento invece alla propensione al rischio, le diverse ricerche sono giunte a risultati ambigui: vi è chi sostiene che l'impatto sulle performance sia positivo (Cain e McKeon, 2016) e chi invece sia negativo (Bernile, Bhagwat, e Rau, 2017).

Anche i sistemi di remunerazione ai manager possono influenzare le performance delle operazioni di M&A. Ad esempio, quelli che cercano di focalizzare i CEO sulle conseguenze a lungo termine delle loro azioni strategiche, sono stati associati ad acquisizioni con performance migliori (Lin et al., 2018) mentre, quando vi è una forte sproporzione tra i compensi del CEO e quelli degli altri consiglieri, le performance sono in media negative

(Bebchuk, Cremers e Peyer, 2011) indicando così che il sistema dei compensi in capo ai membri del c.d.a può influenzare le *performance* delle operazioni di M&A.

L'attività di M&A può influenzare i singoli soggetti anche a livello lavorativo, specie con riferimento a fattori quali i compensi ai manager, il *turnover* del *top management* e le percezioni dei dipendenti. Con riferimento al tema dei compensi spettanti al *top management*, le ricerche empiriche si sono soffermate sull'analisi di come le operazioni di M&A influenzino successivamente i loro compensi, evidenziando che in generale essi aumentano e che in molti casi vi è la creazione di piani di incentivazione destinati ad allineare gli interessi degli azionisti e dei *manager* (Seo et al., 2015; Yim, 2013). Si è anche riscontrato che i CEO di imprese interessate a grandi operazioni di M&A, hanno una maggiore possibilità di essere nominati consiglieri di amministrazione di altre società esterne all'impresa di cui compongono il *board*. Queste ricerche quindi, non solo suggeriscono che i vantaggi economici in termini di compensi aumentano ma anche che i consigli di amministrazione sono in generale più attenti al problema dell'allineamento costante degli incentivi ai manager una volta avvenuta un'operazione straordinaria come la fusione o l'acquisizione, al fine di mantenere al proprio interno *managers* competenti in tale materia (Harford e Schonlau, 2013). Le operazioni di M&A sono state analizzate anche da un punto di vista del *turnover* dei manager interessati a tali operazioni riscontrando che, nei casi in cui il mercato azionario non abbia apprezzato la scelta, la probabilità di dimissione dei *top managers* è superiore. In generale, nel caso di operazioni di M&A, nonostante i *manager* ottengano compensi e benefici più importanti, sono sottoposti ad un maggior rischio di licenziamento se il mercato non accoglie positivamente la scelta strategica di attuare una determinata operazione (Duchin e Schmidt, 2013). Dal lato invece dei *manager* dell'impresa *target*, i loro amministratori hanno una probabilità maggiore di mantenere la loro carica se i consigli di amministrazione delle due realtà sono parecchio legati. Altre ricerche suggeriscono che, la personalità degli amministratori, ma soprattutto dei CEO, può influenzare la scelta della nuova proprietà di mantenerli o di sostituirli, specie se tali *manager* si sentono superiori e non si dimostrano propensi al cambiamento e alla collaborazione.

Dal lato dei dipendenti delle imprese, le analisi accademiche hanno sottolineato come in generale, una volta avvenuta l'operazione di fusione o acquisizione, i lavoratori rivalutino la realtà per cui lavorano, specie se vi sono importanti cambiamenti organizzativi che li interessano. Le ricerche fino ad ora svolte evidenziano come spesso le operazioni di M&A abbiano ridotto la soddisfazione dei lavoratori delle imprese coinvolte, diminuendo anche il loro senso di appartenenza, di fiducia e portando a tassi di *turnover* maggiori rispetto alla fase di pre-acquisizione (Maguire e Phillips, 2008). Inoltre, Vuori, Vuori, e Huy (2018) hanno

evidenziato come tra i dipendenti sia frequente il mascheramento delle emozioni negative che porta a una distorsione del processo di valutazione del benessere e della soddisfazione dei lavoratori da parte dei *manager*, con conseguente limitazione delle successive politiche correttive.

2.2.2 Fattori a livello organizzativo che influenzano le operazioni di M&A

Anche i fattori organizzativi intrinseci alle imprese possono influenzare la decisione di ingaggiarsi in un'operazione di M&A e le relative *performance*.

Dal lato della decisione di intraprendere un'operazione di fusione e acquisizione, la letteratura ha principalmente analizzato tre *drivers* aziendali che possono influenzare positivamente o negativamente la scelta di intraprendere tali operazioni e questi fattori sono:

- le caratteristiche dell'impresa acquirente;
- le caratteristiche dell'impresa *target*;
- i sistemi di *governance*.

Imprese caratterizzate da elevati profili di rischio specifico di settore, come anche una forte avversione al rischio o una visione strategica più conservativa, possono inibire l'impresa dall'assumere la decisione di ingaggiarsi in operazioni di M&A (Gomez-Mejia, Patel e Zellweger, 2018; Gormley et al., 2013; Kravet, 2014). Altre ricerche hanno riscontrato invece che imprese caratterizzate da bassa eticità, sono più propense a svolgere operazioni di M&A in cui la controparte non è un'impresa quotata in quanto, a differenza delle quotate, vi sono minori obblighi di informativa e perciò risulta più semplice coprire informazioni rilevanti ai diversi *stakeholder* con cui l'impresa si relaziona (Biggerstaff, Cicero e Puckett, 2015). Inoltre, la ricerca accademica ha dimostrato che capacità aziendali come l'efficiente gestione della finanza aziendale (Kaul, Nary e Singh, 2018), un'importante attività di ricerca e sviluppo (Kaul, 2012) e una forte competitività nel mercato (Haleblian, McNamara, Kolev e Dykes, 2012), sono fattori che stimolano le imprese ad indirizzarsi alle operazioni di fusione e acquisizione. Altre ricerche si sono interessate alla struttura del consiglio di amministrazione, evidenziando ad esempio che *board* aziendali numerosi e la presenza di consiglieri di sesso femminile riducono la tendenza a compiere operazioni di M&A (Chen, Crossland e Huang, 2016).

Le caratteristiche di determinate imprese possono portarle ad essere anche i potenziali bersagli di investitori interessati ad acquisirle. Ad esempio, fattori come una maggiore visibilità e popolarità di mercato, rendono le imprese più appetibili (Massa e Zhang, 2009) come nel caso di legami consolidati con importanti investitori o banche d'investimento

(Reuer e Ragozzino, 2012; Vasudeva, Nachum e Say, 2018). Inoltre, se tra l'acquirente e la potenziale impresa *target* nel tempo si è formato un importante rapporto collaborativo e di fiducia, vi è una maggiore probabilità che l'acquirente si impegni nell'operazione di M&A (Lander & Kooning, 2013).

Anche la gestione della *governance* e l'influenza degli investitori possono condizionare la realizzazione o meno delle operazioni in questione. Diverse ricerche hanno riscontrato che, maggiore è la protezione e l'attività di monitoraggio ai fini della tutela degli azionisti, minore è la probabilità che l'impresa si impegni in attività di M&A (Kempf, Manconi e Spalt, 2017) e che, la mancanza di controlli effettivi sul consiglio, porta ad una maggiore libertà in capo ai *managers* e ad una più spiccata propensione a tali operazioni (Datta, Musteen e Herrmann, 2009). Dal lato della proprietà, Celikyurt, Sevilir e Shivdasani (2014) hanno evidenziato che se vi è una forte influenza della proprietà sulla gestione strategica dell'impresa, questa sarà maggiormente in grado di condizionare la scelta delle imprese *target* mentre, Boyson, Gantchev e Shivdasani (2017), hanno identificato che all'aumentare della pressione svolta dagli investitori cosiddetti attivisti, maggiore sarà la probabilità che l'operazione di fusione e acquisizione vada a termine.

I fattori organizzativi, oltre ad influenzare la decisione di intraprendere un'operazione di fusione e acquisizione, possono impattare sulle relative *performance*. La ricerca accademica si è soprattutto interessata a quattro fattori aziendali che possono influenzare le *performance* di un'operazione di M&A. Tali fattori sono:

- le caratteristiche dell'impresa acquirente;
- le caratteristiche dell'impresa *target*;
- i fattori esterni alla *governance*;
- i processi di integrazione aziendale.

Le caratteristiche dell'impresa acquirente sono state oggetto di importanti studi accademici. Tra i principali vi sono quelli che dimostrano come una propensione maggiore verso le aspettative degli azionisti e una corretta *corporate governance policy* riducono i cosiddetti rischi di agenzia e portano ad una maggiore probabilità di effettuare operazioni di M&A performanti e non fallimentari (Bettinazzi e Zollo, 2017, Harp e Barnes, 2018).

Le caratteristiche intrinseche all'impresa oggetto di acquisizione non sono state oggetto di importanti analisi accademiche in quanto la ricerca si è focalizzata specialmente sull'andamento in borsa del titolo e sulle motivazioni che hanno portato alla vendita (Devers et al., 2020). Dal lato del valore di borsa delle azioni dell'impresa *target* si è evidenziato come l'acquisizione di società apprezzate e favorite dagli investitori possono ottenere risultati positivi; per converso, operazioni che hanno ad oggetto l'acquisizione di società il cui valore

di borsa scende dopo un aumento drastico, comportano un depauperamento del valore delle società interessate, suggerendo così che gli investitori sono molto attenti e sensibili all'andamento di mercato dei titoli dell'impresa *target* se la stessa ricorre al mercato del capitale di rischio (Massa e Zhang, 2009). Altri studi hanno evidenziato come in generale le operazioni di M&A registrino performance non positive quando vi è da parte dell'impresa *target* la seria intenzione di cedere la propria attività come evidenziato dai lavori di Masulis e Simsir (2018) e da Offenbergh, Straska e Waller (2014).

Dal lato dei fattori esterni alla governance, un numero considerevole di ricerche ha evidenziato come gli investitori attivi e competenti rafforzano le loro performance relative ad un'operazione di M&A attraverso un'importante attività di monitoraggio relativo alla conclusione dell'accordo e che, dinnanzi a importanti controlli da parte dell'*acquirer*, il rendimento da parte degli azionisti dell'impresa obiettivo aumentano mentre quelli degli azionisti dell'impresa acquirente diminuiscono (Boyson et al., 2017; Fich, Harford e Tran, 2015). Nel complesso, questo insieme di ricerche rivela che la dedizione e il potere degli investitori (e analisti) attivamente coinvolti nel processo di acquisizione forniscono un'importante funzione di monitoraggio e analisi che riduce così la probabilità di acquisizioni che distruggono il valore invece di generarlo.

Come già detto in precedenza, dopo la chiusura di un'operazione di acquisizione, il processo di integrazione è fondamentale per estrarre il valore. A questo punto, le ricerche accademiche hanno evidenziato che la correttezza procedurale e l'informazione data dal *acquirer* a tutti i livelli gerarchici dell'impresa *target* durante il processo di integrazione, comporta una maggiore probabilità di creazione di valore attraverso l'attività integrativa stessa (Ellis, Reus e Lamont, 2009). Nel complesso si può affermare che i processi integrativi che coinvolgono in modo proattivo l'azienda *target* e i suoi membri e che portano a ricombinare le conoscenze precedenti e le risorse acquisite, aumentano notevolmente la probabilità di successo dell'integrazione (Devers et al., 2020).

2.3 Il focus sull'esperienza passata come fattore organizzativo che influenza le operazioni di M&A

La letteratura accademica sulle M&A negli ultimi decenni ha cominciato a muoversi verso l'analisi dell'esperienza delle imprese e dei soggetti che vi fanno parte, come ad esempio i *manager*. L'esperienza risulta importante da analizzare in ambito di operazioni di fusione e acquisizione in quanto fornisce alle imprese le conoscenze che in precedenza non possedeva,

ad applicarle in successive operazioni e a creare routine capaci di velocizzare e rendere più efficiente lo svolgimento di determinate attività in fase di acquisizione.

In particolare, l'esperienza permette di ottenere conoscenze spendibili in ambienti e situazioni simili a quelle precedentemente affrontate, a gestire meglio situazioni complesse e rischiose e ad immagazzinare ulteriore conoscenza. Attraverso successive attività di M&A, le imprese sono in grado di identificare al meglio i potenziali *target*, a gestire il processo di negoziazione e la *due diligence*, a negoziare con gli istituti finanziari e gli investitori istituzionali e a gestire in maniera più efficace la complessa attività di integrazione aziendale. Le routine che l'impresa crea, anche in ambito di M&A, sono la ripetizione sistematica di determinati comportamenti realizzati attraverso l'esperienza. Queste si esplicitano generalmente in diverse "forme" come ad esempio regole, procedure, convenzioni e strategie che formano la base dell'operatività delle imprese (Levitt & March, 1988). Le routine generate dall'esperienza non sono statiche e imm modificabili nello spazio e nel tempo ma possono variare a seconda delle situazioni e dei contesti, come ad esempio quelli territoriali o in base all'andamento del mercato. Le routine esperienziali sono anche influenzate dai *feedback* delle azioni intraprese e possono quindi variare nel tempo a seconda delle necessità o dei mutamenti che intanto sono avvenuti (Haleblian et al., 2006). Ad esempio, diverse ricerche hanno evidenziato che esperienze positive in M&A portano in generale le imprese a ripetere altre operazioni, innescando così un sistema di apprendimento che genera una certa esperienza in capo all'impresa e che porta alla formulazione di routine da applicare nel tempo ad altre fusioni ed acquisizioni. Per converso, scarse performance di M&A portano le imprese a rivalutare l'idea di crescere attraverso tale via o a rivedere le proprie strategie di M&A (Hayward, 2002).

Nell'ambito delle operazioni di fusione e acquisizione, la ricerca accademica si è interessata al fattore esperienziale e alla generazione di competenze in diversi modi e analizzando molti aspetti e caratteristiche. La ricerca si è mossa, ad esempio, verso l'analisi di come l'esperienza possa influenzare la successiva attività di M&A, qual è per un'impresa il livello ottimale di operazioni da svolgere per ottenere determinate competenze o anche come l'esperienza specifica in determinati settori o aree geografiche possa essere traslata ed applicata in altre situazioni. Data l'importanza e l'impatto che l'esperienza ha nell'attività di M&A, nelle prossime pagine verranno analizzati i principali contributi della letteratura accademica al *organisation learning* e verranno individuati i punti e gli aspetti non ancora approfonditi per poter innestare la domanda di ricerca.

Il primo contributo che viene analizzato è quello di Hayward (2002) che si fonda sul fatto che la maggior parte delle fusioni e acquisizioni non ottengono i risultati sperati ma che invece i

principali *players* che si sono impegnati in operazioni di M&A hanno molto spesso ottenuto *performance* sopra la norma. L'autore si approccia in maniera diversa al fenomeno dell'apprendimento tramite l'esperienza da parte delle imprese, indagando su come si possa apprendere sulla base delle caratteristiche delle imprese acquisite, delle prestazioni ottenute e degli intervalli temporali tra le operazioni. Altro aspetto particolare dello studio di Hayward (2002), è che non si focalizza sull'apprendimento del processo acquisitivo ma come l'apprendimento tramite l'esperienza possa portare alla selezione dell'impresa *target* migliore. Hayward (2002) sostiene che gli acquirenti che svolgono operazioni di acquisizione in cui l'impresa obiettivo è molto simile alle precedenti imprese acquisite ottengono risultati inferiori, in quanto acquirenti che si interessano solamente ad imprese simili a quelle precedenti, non hanno l'esperienza e le competenze per poter identificare altre potenziali imprese *target* che potrebbero fornire risultati soddisfacenti. Tuttavia, gli acquirenti che continuano ad acquisire imprese completamente diverse le une dalle altre, non riescono ad ottenere le competenze specifiche per valutare efficacemente le potenzialità di un'acquisizione focale. Date queste valutazioni, Hayward (2002) dimostra a livello empirico che le imprese che si impegnano in M&A con imprese molto simili a quelle già acquisite, ottengono competenze specifiche e facilmente sfruttabili ad esempio per eliminare i concorrenti, per ottenere economie di scale o per acquisire specifiche competenze in R&S ma che, nel corso del tempo, questi non riescano ad esplorare nuovi mercati o nuove potenzialità in quanto non più in grado di mutare le proprie conoscenze derivanti da esperienze troppo simili e da routine ormai troppo consolidate. In modo simile, imprese che acquisiscono realtà molto diverse, sono maggiormente in grado di poter valutare quali *business* attaccare e quali eventualmente abbandonare ma, data l'elevata diversificazione e l'esperienza troppo generica, non sono in grado di avere specifiche competenze in un determinato settore e non sono in grado di valutare efficacemente qual è l'impresa ideale da acquisire, generando inoltre minori routine tramite l'esperienza.

Dal lato delle prestazioni ottenute nelle precedenti operazioni, Hayward (2002) riscontra che le perdite esigue registrate favoriscono l'apprendimento e prestazioni superiori nelle acquisizioni successive. Inoltre, maggiore è l'esperienza delle aziende con tali perdite non rilevanti dal punto di vista economico-finanziario, maggiore è la probabilità di questo apprendimento. Sempre secondo il ricercatore, le imprese che nell'attività di M&A ottengono ingenti e pesanti perdite, sono spinte a non svolgere altre operazioni di fusione e acquisizione e, in generale, i *manager* attribuiscono la colpa del fallimento ad altri fattori come i cambiamenti nel settore o al mercato azionario, senza indagare sulle reali motivazioni del fallimento delle strategie attuate.

Infine, i risultati dimostrano che se la frequenza di M&A svolta dall'impresa è troppo alta o troppo bassa, le *performance* ottenute non sono ottimali in quanto intervalli molto brevi tra le acquisizioni possono non essere abbastanza lunghi per far sì che l'apprendimento tramite l'esperienza avvenga mentre, se gli intervalli sono troppo lunghi, l'apprendimento svanisce e le competenze non sono più aggiornate.

Un altro contributo alla letteratura sull'*organisational learning* nell'ambito delle fusioni e acquisizioni, è dato dall'analisi svolta da Zollo e Singh (2004) in cui viene studiato l'impatto che le decisioni assunte nella fase successiva all'operazione e le capacità acquisite attraverso l'esperienza pregressa possono impattare sulle *performance* economiche dell'operazione. Secondo Zollo e Singh (2004) le imprese sviluppano una conoscenza delle operazioni di M&A che può essere definita collettiva non solo attraverso l'accumulo di esperienze ma anche attraverso l'investimento di tempo e sforzi in attività più complesse volte a identificare il rapporto esistente tra le azioni intraprese e i risultati ottenuti. Sempre con riferimento alle conseguenze sulle *performance* da parte delle decisioni in fase post-acquisizione da parte dell'acquirente, Zollo e Singh (2004) individuano una relazione negativa tra la sostituzione del *management* dell'impresa *target* e le *performance*, motivando così l'idea che la ricerca di un'integrazione tra le due realtà coinvolte in un'operazione di M&A è preferibile rispetto alla semplice sostituzione dei precedenti dirigenti aziendali dell'impresa acquisita. La ricerca è anche la prima in letteratura che evidenzia che l'attività di codifica dell'esperienza passata anche in ambito M&A ha impatti positivi sull'organizzazione e sulle *performance* acquisitive in quanto permette all'impresa di codificare l'esperienza passata e soprattutto di poterla riutilizzare e applicare nei successivi processi acquisitivi. Attraverso l'attività di codifica dell'esperienza, l'impresa è quindi in grado di formalizzare e affinare le proprie competenze e individuare le determinanti delle *performance*. I risultati in letteratura non sono unanimi per quanto riguarda l'accumulo di esperienza tramite l'attività di M&A; vi è chi dimostra che l'accumulo di esperienza è strettamente legato a *performance* migliori, chi sostiene il contrario e chi addirittura non riesce ad indentificare una possibile relazione tra l'esperienza accumulata in ambito di fusioni e acquisizioni e le prestazioni. In questo caso, l'analisi di Zollo e Singh (2004) non identifica alcuna significatività di tale rapporto, individuando come motivazione il fatto che l'accumulo di esperienza in eventi altamente eterogenei come le operazioni di M&A potrebbe essere fortemente attenuato dal rischio di generalizzazione erronea delle lezioni apprese in passato, ovvero dal rischio di applicare conoscenze in contesti apparentemente simili ma intrinsecamente diversi. Quindi, sempre secondo Zollo e Singh (2004), è la capacità di identificare le scelte più opportune per ogni singola operazione e di sapere come "plasmare" la conoscenza ottenuta in passato al caso specifico che giocano un

importante ruolo nell'efficace gestione dell'attività di M&A e della relativa creazione di valore.

Interessante è la prospettiva di analisi di Yang e Hyland (2006) che studiano le varie fonti di imitazione applicabili dalle imprese in ambito di operazioni di fusione e acquisizione. Per i ricercatori tali fonti di imitazione sono l'esperienza delle imprese a livello aziendale, le azioni delle imprese all'interno dello stesso mercato del prodotto, quindi a livello di mercato, e le imprese in diversi mercati del prodotto ma all'interno dello stesso settore e dunque a livello di settore. I test svolti da Yang e Hyland (2006) mostrano che i tre livelli di imitazione si verificano indipendentemente e simultaneamente e hanno un impatto significativo sulla scelta delle M&A.

I risultati dello studio di Yang e Hyland (2006) confermano le teorie sull'apprendimento organizzativo secondo cui l'imitazione da parte delle imprese può essere una risposta strategica ai concorrenti in quanto sono velocemente applicabili e non comportano costi e sforzi organizzativi che invece hanno i cosiddetti *first movers*. Ai fini di questa *review* sull'apprendimento tramite l'esperienza e la creazione di routine acquisitive, i risultati di Yang e Hyland (2006) sostengono che le imprese che si sono impegnate in precedenti operazioni di M&A non correlate, hanno maggior probabilità di impegnarsi in altre operazioni non correlate mentre, le imprese che hanno svolto solamente operazioni di fusione e acquisizione correlate, sono meno propense ad impegnarsi in operazioni riguardanti altri mercati o altri settori merceologici. Questi risultati sono coerenti con le principali teorie cognitive e dell'apprendimento secondo cui le imprese attraverso l'esperienza generano routine che verranno poi applicate in altri contesti e che spesso le imprese preferiscono intraprendere operazioni di M&A simili a quelle svolte in passato in quanto ritenute più semplici e meno rischiose.

Haleblian et al. (2006) hanno dato un importante contributo alla letteratura sull'esperienza in ambito di M&A in quanto il loro studio va oltre la semplice visione della tradizionale nozione di apprendimento semi-automatico basato sulla routine, sostenendo che l'apprendimento è migliorato anche attraverso la valutazione attiva del *feedback* delle prestazioni sulle recenti acquisizioni. Il *feedback* delle prestazioni si concentra maggiormente sui risultati dei comportamenti precedenti e sulla loro influenza sui comportamenti futuri. In particolare, le scarse prestazioni possono spingere i manager verso un cambiamento strategico, verso la rivalutazione delle loro attuali strategie al fine di identificare cosa non ha funzionato e perché, impegnandoli così in una ricerca "problematica" nel tentativo di trovare una strategia alternativa che possa migliorare le prestazioni. Al contrario, quando vi è un successo iniziale di un'attività, è probabile che un'organizzazione ripeta l'attività stessa perché ha imparato ed

ha acquisito le competenze e le capacità ad essa associate trovando meno rischioso e più semplice ripeterla piuttosto che provare alternative mai esplorate. Haleblan et al. (2006) confermano che le *performance* di precedenti acquisizioni sono positivamente correlate alla probabilità di acquisizioni future e che vi è una interazione tra l'esperienza di acquisizione e le *performance* di acquisizioni passate. Haleblan et al. (2006) dimostrano quindi che i *feedback* delle *performance* di precedenti acquisizioni hanno un impatto anche sui comportamenti futuri di acquisizione e sull'apprendimento nell'ambito di tali operazioni.

Sulla base di quanto precedentemente analizzato anche da altri ricercatori, Zollo (2009) sostiene che le decisioni strategiche come quella di intraprendere un'operazione di M&A non sono decisioni che vengono assunte frequentemente da un'impresa e quindi l'analisi dell'effettivo apprendimento che l'impresa stessa può avere può essere complessa. In particolare, come già visto nella sua precedente analisi, il ricercatore afferma che nell'ambito delle operazioni di fusione e acquisizione non vi è necessariamente un legame tra l'accumulo di esperienza e l'aumento delle *performance* in quanto tali operazioni risentono della loro intrinseca diversità e della loro complessità strategica ed operativa. Zollo (2009) sostiene che l'accumulo di esperienza non sia sempre un meccanismo di apprendimento efficace per l'impresa ma può avere delle conseguenze sui *managers* in quanto comporta un aumento della fiducia nelle loro competenze più che l'aumento effettivo delle competenze stesse nell'ambito di tali operazioni.

Effettivamente l'analisi empirica svolta dimostra che in molti casi, almeno nel settore dei servizi finanziari americani, l'ampiezza dell'esperienza non solo non aiuta a migliorare le prestazioni, ma può effettivamente danneggiare i risultati delle future acquisizioni. Ciò è sempre più possibile se l'organizzazione non investe in sforzi deliberati per estrarre le preziose lezioni dal crescente numero di esperienze accumulate. L'aumento della fiducia in sé stessi, che non è pari all'aumento dei livelli di competenza de *managers*, può ridurre drasticamente le probabilità di successo senza che vi sia la possibilità di sradicare la causa del problema. Dunque, questa ricerca ribadisce ciò che è stato già affermato in altre ricerche svolte nell'ambito dell'apprendimento nelle operazioni di M&A, ovvero che all'aumentare del numero di operazioni svolte non vi è necessariamente un aumento delle competenze e delle conoscenze in tale ambito e che spesso vi è un'errata valutazione delle *performance* ottenute. In particolare, Zollo (2009) dimostra che i dirigenti aziendali non indagano sui principali fattori che hanno portato a determinate prestazioni e che, nel caso di *performance* positive, i manager risultano essere troppo sicuri di sé, reputano coerente applicare quanto già fatto in successive operazioni di M&A in quanto suppongono che le prestazioni positive ottenute sia

frutto dell'apprendimento cumulato e della loro capacità di svolgere tali specifiche e complesse operazioni.

Un altro importante contributo è quello di Collins et al. (2009) in cui i ricercatori hanno analizzato come l'esperienza passata influenzi un'azienda a svolgere altre operazioni di fusione e acquisizione. I ricercatori hanno esaminato il comportamento delle imprese in materia di M&A come lo slancio ripetitivo, che si verifica quando un'organizzazione acquisisce esperienza ripetendo un'azione specifica. Collins et al. (2009) suggeriscono che le aziende coinvolte in attività di M&A migliorano le loro capacità di apprendimento, in linea con le principali ideologie dell'apprendimento organizzativo secondo cui le aziende sono sistemi basati sulla routine. Questo implica che le imprese codificano le deduzioni dell'esperienza in routine e che queste guidano il comportamento e le scelte operative e strategiche. In particolare, le aziende che si impegnano in attività di M&A sviluppano conoscenze e competenze nei processi di acquisizione riguardanti la due diligence, la valutazione pre-acquisizione, la negoziazione di accordi, il finanziamento e l'integrazione post-acquisizione. In questo modo le operazioni di fusione e acquisizione diventano più automatiche nel senso che il comportamento appreso assume un ruolo più centrale nei processi decisionali. Sulla base di queste considerazioni, Collins et al. (2009) ipotizzano che entrambi i tipi di attività di M&A aumentino la probabilità di una successiva attività di M&A internazionale. Collins et al. (2009) dimostra che l'effettuazione di recenti operazioni di M&A nazionali è positivamente correlata alla probabilità di successive acquisizioni internazionali ed evidenzia che vi è una relazione positiva tra precedenti esperienze di acquisizioni internazionali e successive acquisizioni internazionali. Nello specifico, Collins et al. (2009) riscontrano che l'attuazione di un'acquisizione nazionale aumenta le probabilità di una successiva acquisizione internazionale del 29,6 per cento mentre l'esperienza in recenti acquisizioni internazionali aumenta le probabilità di una successiva acquisizione internazionale del 102 per cento.

Un'analisi empirica considerata è quella di Kim, Haleblan e Finkelstein (2011) che per primi analizzano a livello empirico l'impatto che la dipendenza da operazioni di M&A ha sul processo di decisione e di negoziazione degli accordi con le controparti. In particolar modo, l'analisi svolta da Kim, Haleblan e Finkelstein (2011) cerca di indagare se le imprese che avvertono una necessità di crescere attraverso la via esterna, sono portate a pagare premi di acquisizione più elevati e se l'esperienza pregressa, anche dei loro *advisors*, può mitigare questo effetto. La crescita è un indicatore molto importante per le imprese e per il mercato ed è una delle principali misure di *performance* utilizzate per la valutazione delle imprese stesse. Ad esempio, i manager di imprese quotate subiscono pressioni per velocizzare la crescita

aziendale in quanto gli investitori nei mercati finanziari apprezzano le azioni di imprese che crescono velocemente. Come già visto, i *managers* hanno anche un interesse personale a far crescere le dimensioni delle imprese gestite in quanto i loro sistemi retributivi sono solitamente legati alle dimensioni aziendali come ad esempio il fatturato. Di conseguenza, i *managers* che hanno o non riescono a sfruttare la crescita per via interna, sottoposti a forti pressioni, sono portati ad adottare strategie più rischiose e non per forza redditizie, come ad esempio le operazioni di fusione e acquisizione. Tale necessità da parte delle imprese di svolgere operazioni di M&A per crescere ed eventualmente di pagare premi troppo elevati, viene definita dagli autori “disperazione di crescere”. Kim, Haleblan e Finkelstein (2011) attraverso la loro analisi empirica hanno dimostrato l’impatto che la “disperazione di crescere” ha sulle imprese, riscontrando che le aziende con un’elevata dipendenza dalle acquisizioni pagano premi di acquisizione più elevati rispetto alle aziende con una bassa dipendenza, confermando la tesi secondo cui l’incapacità di crescere organicamente o la forte dipendenza dalle acquisizioni per la crescita, rende i manager di un’azienda disperatamente desiderosi di crescere attraverso le acquisizioni e li costringerà a pagare premi elevati. Inoltre, i risultati di Kim, Haleblan e Finkelstein (2011) mostrano che l’esperienza dei consulenti delle imprese acquirenti può mitigare la tendenza degli acquirenti “disperati” a pagare premi di acquisizione eccessivi.

Un altro contributo alla letteratura sull’apprendimento cognitivo in ambito di fusioni e acquisizioni è dato da Kengelbach et al. (2012) che cercano di indagare tre principali filoni: in quali casi si ottengono profitti più elevati, focalizzandosi sugli acquirenti seriali e su quelli che svolgono acquisizioni *una tantum*, in quali casi gli acquirenti imparano dalla propria esperienza di M&A e se vi è un effetto negativo derivante dall’esecuzione di troppe operazioni in tempi ravvicinati. I risultati dell’analisi condotta dai ricercatori evidenzia, per quanto riguarda il primo filone d’indagine, che gli acquirenti seriali in media ottengono rendimenti anomali a breve termine negativi, dimostrando di fatto che l’apprendimento nell’attività di M&A non dipende dalla quantità ma dalla qualità delle operazioni concluse. In particolare, i risultati dell’analisi dimostrano che gli acquirenti acquisiscono maggiori competenze tramite l’esecuzione di operazioni specifiche e non tramite operazioni generalizzate, evidenziando così che l’acquisizione di imprese simili consente all’impresa di ottenere maggiori conoscenze e competenze nell’ambito delle operazioni di fusione e acquisizione. Con riferimento al terzo filone d’indagine, ovvero quello relativo all’incidenza della frequenza delle operazioni di M&A sulle relative *performance*, Kengelbach et al. (2012) dimostrano che operazioni ravvicinate e dunque consecutive abbassano in maniera marcata il livello dei rendimenti anomali registrati, dimostrando così l’importanza del processo

integrativo una volta avvenuto l'accordo ufficiale ai fini dell'effettiva creazione di sinergie aziendali e di valore.

Un altro punto di osservazione sull'apprendimento tramite l'esperienza in ambito di M&A è dato da Trichterborn et al. (2016) che analizzano la potenziale relazione esistente tra una specifica funzione aziendale di M&A, le *performance* di tali operazioni e l'apprendimento. Per funzione aziendale di M&A si intende una specifica funzione all'interno di un'impresa che è responsabile dell'attività di acquisizione e che permette all'azienda di acquisire, integrare e diffondere il *know-how* all'interno di tutta l'organizzazione aziendale. Tale funzione comunque, dipendente dal *top management* e può svolgere diverse funzioni che possono andare dall'acquisizione di informazioni strategiche per l'attività acquisitiva, alla gestione delle negoziazioni e della *due diligence* fino all'integrazione della realtà acquisita. Dato che tale funzione aziendale contribuisce alla creazione di *know-how* e di esperienze in ambito di M&A, Trichterborn et al. (2016) sostengono che essa possa avere un impatto positivo sulle *performance* e che aiuti a strutturare e a facilitare il processo di apprendimento e di generazione di competenze in tale materia. I risultati empirici dell'analisi svolta dai ricercatori, dimostrano che effettivamente l'esperienza di M&A ha un impatto positivo sulle *performance* delle operazioni e che l'esperienza stessa ha un impatto positivo sullo sviluppo di una capacità di M&A. Inoltre, la ricerca fornisce la prova che una funzione di M&A come nuovo fenomeno ha un impatto positivo sullo sviluppo di una capacità nell'attività acquisitiva. Trichterborn et al. (2016) dimostrano quindi che la creazione di una specifica funzione di M&A implica che tutte le conoscenze relative all'attività acquisitiva all'interno di un'impresa siano raggruppate con un conseguente effetto positivo sullo sviluppo di una capacità di M&A.

Un altro contributo sull'esperienza in ambito di M&A, è la ricerca portata avanti da Galavotti et al. (2016) che si interessa alla tipologia di operazioni di M&A svolte dalle imprese nel corso del tempo, focalizzandosi soprattutto sulla distinzione tra operazioni a livello domestico e operazioni internazionali. In particolare, il lavoro svolto da Galavotti et al. (2016) non si focalizza sull'effetto delle performance e delle dinamiche di apprendimento che derivano dall'esperienza di M&A ma si concentra su come l'esperienza di acquisizione possa influenzare la natura delle acquisizioni successive. Secondo i ricercatori, l'esperienza di acquisizione di uno specifico tipo può aumentare la probabilità di acquisizioni successive dello stesso tipo mentre scoraggia acquisizioni di tipo diverso. L'analisi empirica svolta da Galavotti et al. (2016), evidenzia che l'esperienza nelle acquisizioni nazionali può incoraggiare le acquisizioni successive all'interno del mercato nazionale se confrontate con le acquisizioni transfrontaliere perciò, vi è una relazione negativa tra l'esperienza di acquisizioni

nazionali e la probabilità di acquisizioni transfrontaliere. Tuttavia, a livelli più elevati di esperienza in ambito nazionale, l'effetto sulla probabilità di successive acquisizioni transfrontaliere diviene positivo, portando quindi l'impresa a svolgere anche operazioni di M&A fuori dai confini nazionali. Con riferimento invece alle imprese che già svolgono *cross-border* M&A, coerentemente con l'argomentazione secondo cui le imprese tendono a ripetere ricorsivamente le azioni precedenti, Galavotti et al. (2016) dimostrano che l'esperienza maturata nelle acquisizioni transfrontaliere può essere un forte fattore predittivo di successive acquisizioni sui mercati esteri in quanto fornisce alle imprese la conoscenza delle specificità coinvolte nelle operazioni internazionali.

2.4 Sviluppo delle ipotesi

L'analisi della letteratura ha evidenziato che è difficile concludere qual è la relazione tra le precedenti esperienze di M&A e le prestazioni post-acquisitive. Come già visto, alcuni studi hanno trovato questa relazione significativamente positiva (ad esempio, Trichterborn et al., 2016;), altri studi l'hanno trovata insignificante (ad esempio, Cho et al., 2016, Ramos, 2017) mentre alcuni hanno riportato relazioni negative (ad esempio, Haleblian e Finkelstein, 1999). È evidente che i risultati delle ricerche precedenti sono equivoci. In particolare, quello che la letteratura evidenzia è l'importanza di capire "quale" esperienza legata alle passate acquisizioni è veramente importante e può incidere sulle performance post-acquisitive. Con riferimento alle operazioni di fusione e acquisizione a livello internazionale, è interessante considerare l'esperienza acquisita anche da un punto di vista geografico, ovvero capire come l'esperienza accumulata in determinate aree geografiche possa influire sull'intera attività acquisitiva all'estero e sui relativi risultati economico-finanziari. L'esperienza geografica in ambito internazionale può essere distinta in due tipologie: quella acquisita nel tempo in uno specifico paese e quella accumulata in diversi paesi. In questo caso è di grande interesse analizzare come queste due forme di esperienza geografica possano influenzare le operazioni di fusione e acquisizione a livello internazionale e le relative *performance* in quanto entrambe forniscono agli acquirenti rilevanti vantaggi e svantaggi che le differenziano l'una rispetto all'altra.

Inoltre, diverse ricerche hanno esplorato l'impatto delle differenze culturali e della distanza tra i paesi sui risultati delle acquisizioni, sulla circolazione di competenze e sulla creazione di esperienza nelle operazioni di M&A ma i risultati sono stati anche in questo caso ambigui. Per questa ragione, il presente studio indaga sul ruolo del contesto istituzionale nella relazione che intercorre tra le esperienze nella stessa area geografica e le esperienze in altre aree geografiche e la performance post-acquisitiva.

2.4.1 L'effetto dell'esperienza geografica sulla performance post-acquisizione

Quando le imprese scelgono di espandersi al di là dei confini nazionali, lo fanno di norma per entrare in località geografiche diverse, per accedere a nuovi mercati o per crescere e acquisire potere di mercato. L'espansione attraverso le fusioni e acquisizioni facilita la costruzione rapida di una forte presenza al di fuori dei confini nazionali, rappresentando così una possibilità di sfruttare le opportunità di mercato estere. Inoltre, questa modalità di ingresso in nuovi mercati può essere vista come un modo per utilizzare le attuali capacità che le imprese locali già padroneggiano, per acquisire attività, risorse o conoscenze tecniche e per creare sinergie, come le economie di scala e di scopo. È quindi tipico vedere l'M&A guidata dal desiderio di crescita, dal potere di mercato e dalle sinergie che portano a un miglioramento delle prestazioni.

Nelle acquisizioni transfrontaliere, la possibilità di sfruttare l'esperienza acquisita in precedenti acquisizioni regionali specifiche per le successive acquisizioni nella regione può essere un'importante fonte di creazione di valore (Basuil, 2015). Si può sostenere che l'esperienza precedente di acquisizione specifica nella regione giochi un ruolo importante nell'identificazione di pratiche che consentono all'azienda acquirente di valutare meglio i benefici sinergici associati ad un'acquisizione. Ciò consente all'azienda acquirente di ottenere un quadro più accurato del valore reale dell'azienda target, riducendo così la probabilità di pagamenti eccessivi e aumentando il potenziale di creazione di valore. La precedente esperienza di acquisizione specifica per regione offre vantaggi all'azienda acquirente sotto forma di accesso a risorse di rete (ad esempio, la possibilità di mantenere i servizi di un consulente di fiducia per le operazioni di M&A nella regione che l'azienda aveva utilizzato in passato) che altrimenti non sarebbero disponibili per un'azienda senza esperienza specifica per regione. Tali vantaggi legati all'esperienza di acquisizione specifica della regione migliorano la probabilità che l'acquisizione crei valore per gli azionisti. Inoltre, l'esperienza di acquisizione specifica nella regione facilita l'estensione delle routine di acquisizione delle imprese acquirenti alle future acquisizioni nella stessa regione, poiché l'apprendimento esperienziale è più facile da applicare nei contesti simili a quelli in cui è stato sviluppato. Una sfida importante che un'azienda deve affrontare quando cerca di entrare in un mercato estero riguarda il fatto che l'azienda è un *outsider* nelle reti locali e quindi ha una mancanza di conoscenza delle opportunità di business locali. Tuttavia, si può sostenere che le imprese con un'esperienza di acquisizione specifica della regione hanno meno probabilità di soffrire tale problematica, poiché la partecipazione a reti regionali in acquisizioni precedenti fornisce loro un migliore accesso alle risorse locali e ai contatti istituzionali (Kostova e Zaheer, 1999). Inoltre, le recenti argomentazioni avanzate da Vahlne, Schweizer e Johanson (2012)

suggeriscono che l'esperienza di acquisizione specifica della regione porta allo sviluppo di reti regionali che consentono alle imprese acquirenti di valutare meglio le future iniziative di acquisizione nella regione. D'altro canto, il fatto di non essere collegata a reti all'interno della regione in cui è prevista l'acquisizione focale pone un'impresa acquirente in una posizione di svantaggio nella valutazione delle opportunità di acquisizione nella regione. In sintesi, ci si può ragionevolmente aspettare che l'esperienza di acquisizione specifica della regione sia importante dal punto di vista delle aziende che cercano di superare le responsabilità dell'estraneità regionale. L'esperienza di acquisizione specifica della regione (in virtù di precedenti acquisizioni nella regione) dovrebbe anche fornire alle aziende l'accesso a una rete di individui e organizzazioni (ad esempio, *manager*, fornitori, banchieri e regolatori) che hanno maggiore familiarità con i requisiti per fare affari nella regione (Basuil, 2015). Le argomentazioni di cui sopra portano all'ipotesi seguente:

Ipotesi 1: L'esperienza passata in operazioni di M&A di una specifica area geografica è positivamente associata alla performance post-acquisitiva di operazioni di M&A nella stessa area geografica.

In ambito accademico vi sono ricercatori che sostengono che gli acquirenti esperti hanno più successo delle aziende senza alcuna esperienza di acquisizione, affermando che acquisizioni simili sono positivamente correlate alle performance di acquisizione e che il *management*, con le successive esperienze di acquisizione, diventa più abile nell'evitare problemi amministrativi che possono influire negativamente sulle prestazioni (Fowler e Schmidt, 1989). Altri invece sostengono addirittura che la performance delle operazioni di M&A è influenzata dalla somiglianza delle passate acquisizioni e dalle loro performance (Hayward, 2002), altri ancora che un evento precedente può influenzare la performance di un evento successivo in modo positivo o negativo, implicando il trasferimento dell'apprendimento dalle esperienze passate (Haleblian et al., 2006). A livello accademico si sostiene inoltre che questi trasferimenti sono influenzati dalla somiglianza degli eventi, in quanto maggiore è la compatibilità, maggiore è la probabilità di successo dell'integrazione e, di conseguenza, della *performance* di acquisizione. Pertanto, un trasferimento positivo può verificarsi se l'esperienza di acquisizione precedente può essere generalizzata e applicata da una all'altra (Ramos, 2017). Quindi, si può essere portati a dire che, le competenze e le conoscenze derivanti da precedenti operazioni di M&A a livello internazionale, anche se svolte in altre regioni, possono essere sapientemente traslate e applicate in altre operazioni di M&A in altre aree geografiche. Questa capacità di adattamento si ottiene attraverso l'apprendimento cumulativo sviluppato dalla precedente

esperienza dell'azienda nell'operare in molteplici mercati esteri, ovvero il suo grado di internazionalizzazione (Chang e Rosenzweig, 2001; Collins et al., 2009). Dunque, un'impresa acquisisce varie competenze e capacità attraverso varie operazioni all'estero, tra cui le M&A transfrontaliere e quindi attraverso l'espansione internazionale, ovvero tramite la sua internazionalizzazione.

Tuttavia, può verificarsi un trasferimento negativo se si verifica una generalizzazione inappropriata tra due situazioni che sembrano superficialmente simili ma che presentano sostanziali differenze di fondo che portano a trarre conclusioni errate o ad applicare erroneamente le conoscenze delle acquisizioni passate, con il risultato di una performance negativa (Ramos, 2017). Le aziende possono anche tentare di applicare le vecchie routine a situazioni nuove, finendo in espansioni improduttive e senza successo per una generalizzazione inappropriata delle conoscenze (Zollo, 2009).

Inoltre, come già evidenziato (Galavotti et al., 2016), le operazioni di fusione e acquisizione, condividono processi come la *due diligence*, la valutazione pre-acquisizione, la negoziazione di accordi, il finanziamento e l'integrazione post-acquisizione facilmente applicabili ad altre operazioni e quindi anche ad altre aree geografiche. Dunque, l'esperienza ottenuta a livello internazionale grazie ad operazioni di M&A, permette all'impresa di sfruttare al meglio le proprie conoscenze, le proprie capacità e le routine applicate in altre regioni geografiche, sia per gestire i processi di valutazione pre-acquisizione che per implementare l'integrazione post-acquisizione dato che molte di queste fasi sono già routinizzate dall'acquirente con esperienza internazionale.

Dunque, quando le imprese scelgono di intraprendere operazioni di M&A transfrontaliere, si troveranno ad affrontare diversi ostacoli, alcuni rappresentati dalla distanza ai quali dovranno adeguarsi ma, le precedenti esperienze di M&A a livello internazionale sono una fonte di conoscenza per aiutare a realizzare l'adeguamento necessario (Ramos, 2017). Questa precedente esperienza indica all'azienda cosa funziona e cosa non funziona per un insieme specifico di fattori sul posto e nel tempo, il che significa che può essere applicata se il contesto in cui avviene l'M&A è di facile interpretazione da parte dei managers e se essi sono in grado di "plasmare" la precedente esperienza da una regione ad un'altra che può avere delle differenze a livello culturale, istituzionale o economico. Inoltre, una maggiore esperienza, che si manifesta attraverso un maggior numero di precedenti e simili operazioni di M&A, dà la possibilità di sviluppare capacità ulteriori, che saranno effettivamente utili per superare gli effetti negativi degli ostacoli culturali, istituzionali e amministrativi, portando alla creazione di valore.

Pertanto, date le considerazioni sopra esposte, avvalorate anche da precedenti studi accademici nell'ambito del trasferimento delle conoscenze, si è portati a formulare la seguente ipotesi:

Ipotesi 2: l'esperienza passata in operazioni di M&A in diverse aree geografiche è positivamente associata alla performance post-acquisitiva di operazioni di M&A, anche se svolte in aree diverse

2.4.2 La distanza istituzionale come moderatore nella relazione tra esperienza geografica e performance post-acquisitiva

In questa tesi, prendo in considerazione l'effetto che la distanza istituzionale può avere nella relazione tra esperienza geografica e performance post-acquisitiva. Infatti, la letteratura accademica, specie negli ultimi anni, si è interessata sempre di più all'impatto che la distanza istituzionale può avere sulle performance in ambito di cross-border M&A. La distanza istituzionale può ostacolare le imprese nel fare leva sulle esperienze passate per svolgere operazioni di M&A all'estero in quanto, maggiore è la distanza, maggiori sono le difficoltà che le aziende *acquiror* incontrano quando acquisiscono imprese rispetto a quando acquisiscono aziende *target* dello stesso paese o della stessa area geografica (es: operazioni di M&A tra imprese dell'Unione Europea o operazioni analoghe tra imprese statunitensi e imprese canadesi).

La distanza può essere vista in diversi modi, ad esempio quella geografica, quella economica, quella amministrativa e quella politica. Tale visione della distanza tra paesi, specie in ambito di operazioni commerciali al di fuori dei confini nazionali, è stata definita anche come CAGE, ovvero *cultural, administrative, geographic and economic* (Ghemawat, 2001).

La distanza culturale è determinata dagli attributi culturali del paese come le diverse lingue, etnie, religioni, norme sociali e routine. Queste influiscono sulle attività dell'impresa, come la progettazione organizzativa, lo sviluppo di nuovi prodotti e altri aspetti della gestione. In sintesi, questo insieme di routine e repertori differenzia le aziende, comprese le strutture di potere e di controllo, le pratiche decisionali, e l'efficacia dell'innovazione (Ramos, 2017). Allo stesso modo, gli attributi culturali influenzano il modo in cui gli individui interagiscono tra di loro e con l'organizzazione, ad esempio attraverso le scelte che fanno come lavoratori o come consumatori. Così, quando un'azienda decide di intraprendere un'attività di M&A all'estero, si trova a confrontarsi con preferenze, lingue, religioni, valori e pratiche commerciali non familiari che influenzano la loro disponibilità allo scambio e che possono portare a problemi

di cattiva comunicazione, di tensione tra i dipendenti e in alcuni casi al fallimento dell'acquisizione (Nadolska e Barkema, 2007). Pertanto, è necessario accogliere sia il *target* che la cultura nazionale e aziendale dell'acquirente. Per converso, quando vi è una vicinanza culturale, è più facile scambiare conoscenze, combinare le capacità, integrare e comunicare meglio perciò attualmente, la maggior parte della letteratura accademica, identifica la distanza culturale come un freno, un impedimento alla facilità di intraprendere operazioni di M&A in regioni geografiche caratterizzate da culture differenti.

La distanza economica è determinata dalle differenze di reddito dei consumatori, dai costi, dalla qualità delle risorse naturali, finanziarie e umane, dalle infrastrutture, dalle informazioni e dalla conoscenza. La ricchezza è l'indicatore più importante per questo tipo di distanza, con un impatto positivo sull'impegno nelle attività economiche transfrontaliere (Ghemawat, 2001). Quando si internazionalizza in un paese con un profilo economico simile, è più facile per l'azienda replicare il modello di business già esistente e applicare direttamente i suoi processi e le sue conoscenze. Per questo motivo, le aziende che si affidano a competenze, economie di scala e standardizzazione si concentrano su queste caratteristiche per sostenere il proprio vantaggio competitivo mentre, se il paese presenta un profilo diverso, l'azienda deve adattare il proprio modello di *business* alla diversa realtà in cui intende operare (Ramos, 2017). La similarità dell'economia è quindi un fattore di sviluppo e di *performance* dell'M&A in quanto influenza la facilità di applicazione del modello di business dell'acquirente, dei processi e dei prodotti nel nuovo mercato. Dunque, minore è la somiglianza tra i profili economici, maggiore è la distanza economica e più difficile è l'adattamento, influenzando negativamente la *performance* dell'operazione di M&A.

Secondo Scott (1995), le istituzioni si fondano su tre fondamenti principali: culturale-cognitiva, normativa e regolamentare. La loro funzione è quella di fornire stabilità attraverso regole, norme, principi e routine come linee guida per il comportamento sociale. La distanza istituzionale è determinata anche da fatti storici e politici che sono il riflesso di queste regole, norme e principi; ad esempio, la presenza di ostilità politica o l'assenza di legami coloniali, sono fattori che portano ad una maggiore distanza amministrativa. Inoltre, le politiche governative possono agire come una barriera alla concorrenza transfrontaliera attraverso misure unilaterali, come le tariffe, le quote commerciali, la restrizione degli investimenti diretti esteri e il favoritismo nella regolamentazione e nei sussidi alle imprese nazionali rispetto a quelle straniere (Ghemawat, 2001). La corruzione o i conflitti sociali sono noti anche per la creazione di una maggiore distanza amministrativa che deprime il commercio e gli investimenti. Avere una solida infrastruttura istituzionale e un sistema legale forte è la chiave per superare questo problema. Ad esempio, il sistema giuridico di *common law*, in

contrapposizione al sistema di *civil law*, è associato a una maggiore sicurezza dei diritti di proprietà, una migliore importanza dei contratti e delle clausole statutarie e una maggiore protezione degli investitori.

I paesi sviluppati sono noti per avere istituzioni avanzate e consolidate con potenti fattori di mercato, poche interferenze governative e meccanismi efficienti di applicazione dei contratti e delle norme giuridiche (Ghemawat, 2001). D'altra parte, i Paesi in via di sviluppo hanno più probabilità di avere istituzioni più semplicistiche, quindi rischi più elevati e meno sicurezza istituzionale. Inoltre, i diversi livelli di sviluppo riflettono livelli diversi di applicazione della legge che includono leggi sul lavoro e misure ambientali. Una legge permissiva permette di ristrutturare facilmente i processi dell'impresa e la sua forza lavoro mentre una legge severa renderà tali processi più difficili, presentando restrizioni più elevate come i costi associati al licenziamento dei lavoratori. In sintesi, le leggi in vigore e la situazione politica del paese sono fattori importanti che possono influenzare la riuscita e le *performance* di un'operazione di M&A.

Secondo Eden e Miller (2004), le organizzazioni sono inserite in ambiente in cui le istituzioni locali sono in grado di imporre alle organizzazioni stesse di conformarsi alle regole, alle politiche e alle pratiche imposte dal sistema istituzionale. Ad esempio, in paesi in cui vi è una forte pressione istituzionale sulle organizzazioni, le imprese in cui vi operano sono costrette ad adattare la propria struttura organizzativa a tali pressioni, ad imitare le strutture aziendali di altre imprese simili e a conformarsi alle norme di legge e agli standard imposti dalle istituzioni locali (DiMaggio e Powell, 1983). La letteratura esistente fornisce ampie prove del ruolo svolto dalle distanze istituzionali tra i paesi di origine e quelli ospitanti sulla strategia di espansione all'estero delle imprese. Più specificamente, l'evidenza empirica suggerisce che la distanza istituzionale influenza vari attributi delle M&A. Ad esempio, Vaara et al. (2012) che hanno analizzato come le differenze culturali organizzative e quelle culturali nazionali, possono impattare sulle operazioni di M&A in ambito internazionale attraverso la generazione di potenziali conflitti interni e indagando sul trasferimento di conoscenze e competenze tra diverse realtà. Il conflitto sociale e il trasferimento di conoscenze sono fenomeni particolarmente interessanti perché aiutano a comprendere meglio due facce della medaglia nell'integrazione post-acquisizione: i potenziali effetti negativi della costruzione dell'identità sociale da un lato e gli effetti positivi dell'apprendimento culturale dall'altro. Nel caso di acquisizioni internazionali, le identità organizzative e nazionali diventano salienti proprio quando si combinano organizzazioni diverse e precedentemente separate e se tale diversità non viene affrontata, la diffidenza reciproca può aumentare d'intensità tra i membri delle aziende, fino a quando le relazioni non vengono irrimediabilmente danneggiate e

l'integrazione a livello sociale fallisce. Di conseguenze le differenze di cultura organizzativa e nazionale tra le imprese acquisite e quella acquirente sono, secondo Vaara et al. (2012), positivamente associate al conflitto sociale. In particolare, Vaara et al. (2012) dimostrano che le differenze culturali organizzative e quelle nazionali sono diverse e che le differenze di cultura nazionale tra l'impresa target e l'impresa acquirente sono positivamente associate al conflitto sociale ma in misura inferiore rispetto alle differenze di cultura organizzativa.

Attingendo alle teorie dell'apprendimento, Vaara et al. (2012) suppongono che le differenze culturali possano anche portare a effetti positivi sull'apprendimento grazie alla diversità e all'aumento della base di conoscenze. Ciò vale in particolare per le acquisizioni internazionali correlate, dove le differenze nelle credenze, nei valori e nelle pratiche sono suscettibili di favorire l'apprendimento e l'innovazione. Vaara et al. (2012) sostengono che le acquisizioni internazionali forniscono l'accesso a un deposito potenzialmente prezioso di conoscenze e capacità incorporate nell'ambiente locale delle organizzazioni che si fondono e che, una maggiore distanza culturale, rende più probabile che l'impresa target abbia capacità significativamente diverse rispetto a quelle dell'acquirente. Vaara et al. (2012) dimostrano a livello empirico che le differenze di cultura nazionale tra l'impresa acquirente e impresa target sono positivamente associate al trasferimento di conoscenza.

Altre ricerche hanno esaminato l'impatto della distanza istituzionale sulle prestazioni post-M&A. Ad esempio, diversi studi hanno trovato un effetto negativo della distanza culturale sulla *performance* post-M&A (Buono et al., 1985) mentre altri hanno trovato un impatto positivo di questa dimensione (Chakrabarti et al., 2009) o nessun effetto (Du e Boateng, 2015). Le differenze transnazionali possono anche aumentare l'esposizione all'opportunismo e ai rischi morali che l'impresa acquirente deve affrontare quando fa affari all'estero. Ad esempio, nei paesi in cui la qualità dei sistemi contabile è bassa e sostanzialmente diversa da quella dell'impresa acquirente, i *manager* dell'azienda target potrebbero adottare comportamenti opportunistici come il trattenere informazioni critiche che potrebbero portare a un'errata valutazione del valore dell'azienda acquisita con conseguente pagamento di un prezzo eccessivo per l'acquisto dell'impresa (Rossi e Volpin, 2004). L'evidenza nella letteratura esistente sul rapporto tra distanza istituzionale e *performance* post-M&A è ancora ambigua e non ha portato a risultati certi. Tuttavia, sulla base delle argomentazioni predominanti presentate in questo corpus di lavori, si sostiene che una maggiore distanza istituzionale avrà un impatto negativo sulla relazione tra esperienza e *performance* post-acquisizione mentre, la somiglianza culturale e politico-amministrativa, aumenterà la relazione positiva tra esperienza e *performance* post-acquisitiva (Bausil, 2015).

Negli ultimi anni non molti studi hanno considerato la triplice relazione che vi può essere tra distanza istituzionale, esperienza in ambito di fusioni e acquisizioni e *performance* di tali operazioni. Ad esempio, Basuil (2015) ha analizzato come la somiglianza culturale influenzasse positivamente il rapporto tra le *performance* delle operazioni di M&A e l'esperienza passata ottenuta in uno specifico settore economico individuando che, all'aumentare della somiglianza culturale tra paesi, il rapporto tra esperienza specifica nel settore e le *performance* post-acquisitive era più forte. Sempre Basuil (2015), ha dimostrato che gli effetti dell'esperienza di acquisizione specifica di una regione sono diversi nelle acquisizioni effettuate da imprese in paesi con culture simili alla propria. La somiglianza culturale in tali acquisizioni significa che gli ostacoli culturali all'apprendimento saranno minimi. In altre parole, l'acquisizione di aziende in operazioni caratterizzate da un'elevata somiglianza culturale è meno dipendente da precedenti esperienze di acquisizione specifiche nella regione per far funzionare l'acquisizione (poiché l'esperienza di acquisizione specifica della regione non è necessaria per compensare le sfide causate dalle disparità culturali).

La terza ipotesi riguarda quindi il modo in cui la distanza istituzionale influenza la relazione tra esperienza specifica e *performance* post-acquisitiva nelle operazioni transnazionali. Si ipotizza quindi che la distanza istituzionale abbia un effetto moderatore sul rapporto esistente tra l'esperienza geografica specifica e la creazione di valore tramite l'attività di M&A transfrontaliera. In assenza di un'esperienza di acquisizione specifica per regione, le aziende che si occupano di acquisizione hanno maggiori difficoltà a superare le sfide specifiche poste dalle differenze culturali, economiche e amministrative per realizzare i benefici derivanti dall'attività di acquisizione. Al contrario, quando le imprese acquirenti hanno un'esperienza di acquisizione specifica per una determinata regione, la probabilità di effetti di trasferimento negativi associati alle disparità culturali è probabilmente inferiore (Basuil, 2015). Ciò è dovuto al fatto che imparare da precedenti esperienze di acquisizione specifiche in una regione aiuta le aziende ad acquisire benefici come la conoscenza di finanziatori locali, di partners nella filiera produttiva e distributiva, anche quando gli ambienti culturali e istituzionali dei paesi sono culturalmente diversi. Osservando quindi il fenomeno dal lato della distanza istituzionale, si può ipotizzare che quest'ultima influisca sulla relazione esistente tra *performance* ed esperienza specifica nella regione in quanto all'aumentare della distanza istituzionale, l'impatto che la stessa ha su tale rapporto è negativo, ovvero influisce negativamente sulle *performance* di acquisizione e questo può essere compensato dall'esperienza localmente acquisita.

Alla luce delle argomentazioni sopra esposte, si suppone che, nelle acquisizioni caratterizzate da una maggiore distanza istituzionale, le imprese con un'esperienza di acquisizione specifica

nella regione siano in grado di sfruttare meglio i vantaggi derivanti dall'esperienza specifica stessa e quindi di ottenere *performance* migliori e di fronteggiare così la distanza istituzionale che funge da moderatore nel rapporto positivo esistente appunto tra esperienza specifica locale e prestazioni delle operazioni di M&A. Pertanto,

Ipotesi 3: La distanza istituzionale funge da moderatore nel rapporto esistente tra performance delle operazioni di M&A ed esperienza specifica nell'area, nel senso che mitiga l'effetto positivo che l'esperienza specifica ha sulle performance delle operazioni di fusione e acquisizione.

Un'altra ricerca (Ramos, 2017), ha analizzato la relazione esistente tra la distanza istituzionale, l'esperienza e le *performance* delle operazioni di M&A. Ramos (2017) ha analizzato, prendendo a riferimento la letteratura accademica sulla relazione *esperienza-performance*, come l'esperienza in paesi stranieri in operazioni di M&A impatti sulla relazione che vi è tra distanza tra acquirente e impresa target e le performance dell'operazione. In particolare, Ramos (2017) sostiene che vi è una relazione negativa tra la distanza istituzionale e le *performance* delle operazioni di M&A e che all'aumentare della distanza geografica, culturale, amministrativa ed economica tra il paese dell'impresa acquirente e il paese dell'impresa *target* vi è un effetto inverso per quanto riguarda la *performance* dell'operazione focale che può essere attenuato dall'esperienza internazionale ottenuta nel tempo dall'acquirente. Le diverse esperienze di acquisizione possono produrre ricche inferenze sulle cause della *performance* di acquisizione e le differenze nei risultati economico-finanziari tra le acquisizioni in mercati diversi aiutano a generare inferenze sui rendimenti disponibili nei mercati in cui si opera e a capire la propria capacità di competere (Hayward, 2002). Le diverse acquisizioni aiutano inoltre le imprese a valutare se e come le routine di implementazione siano adatte alle loro acquisizioni e, in virtù di questa varietà, le aziende diventano meglio attrezzate per identificare e rispondere alle opportunità di crescita. L'impatto che la distanza istituzionale ha sulle operazioni di M&A a livello internazionale è stato studiato da Dikova et al. (2010) che dimostra a livello empirico che l'esperienza accumulata in ambito di operazioni di M&A transnazionali modera l'effetto negativo che la distanza istituzionale ha sulla probabilità di completamento di un'operazione di acquisizione. In particolare, gli autori sostengono che nel contesto delle acquisizioni, un particolare insieme di istituzioni formali e informali non solo determinerà i tipi di attività organizzative da svolgere nella fase di valutazione e negoziazione ma plasma anche le strutture interne aziendali delle imprese coinvolte. Ad esempio, le competenze e le conoscenze di cui un

acquirente ha bisogno per conformarsi alle norme antitrust sono specifiche del contesto, mentre la pianificazione di successo delle strategie di integrazione è, in larga misura, determinata dalla capacità organizzativa di attuare tale cambiamento. Nello specifico, Dikova et al. (2010) sostengono che le organizzazioni traggono vantaggio dalla loro esperienza di acquisizione perché alcune delle competenze acquisite possono essere trasferite da un evento all'altro. Ad esempio, le aziende coinvolte in un gran numero di acquisizioni transfrontaliere possono sviluppare routine generali che possono adattare ad ogni singola e specifica acquisizione come nel caso della ricerca di fonti esterne di finanziamento, nella gestione del rapporto con gli advisor, nella costruzione di team specifici di integrazione che possono quindi facilitarne il processo diventare più capaci di risolvere problemi amministrativi e di gestione della fase di acquisitiva e successivamente di integrazione. Inoltre, nella cruciale fase intermedia dell'acquisizione, l'esperienza di acquisizione precedente in più paesi può facilitare il completamento dell'affare in una nuova sede e nella gestione anche delle diversità imposte dal diverso sistema istituzionale. Ad esempio, con una maggiore esperienza di acquisizione, le imprese sviluppano routine in termini di adesione a diverse leggi sulla concorrenza, redazione di messaggi coerenti a tutti gli stakeholder, gestione delle diverse norme ambientali, amministrazione del personale locale secondo le regole imposte e ottenimento di specifiche licenze o autorizzazioni. Di conseguenza, l'accumulo di un'esperienza più ricca o più diversificata nell'affrontare le varie criticità che le imprese si trovano ad affrontare dopo l'annuncio iniziale dell'operazione può moderare l'effetto negativo delle differenze istituzionali sulla probabilità di concludere l'operazione. Sempre secondo Dikova et. al. (2010), quando le aziende conducono molte acquisizioni internazionali, imparano ad affidarsi a consulenti locali e li ingaggiano per aiutare il *team* di acquisizione nella gestione degli adempimenti contabili e fiscali nazionali, grazie alla loro familiarità con i sistemi legali e fiscali nazionali. Attraverso tale esperienza l'impresa è maggiormente in grado di individuare più rapidamente consulenti locali qualificati nei paesi in cui intende svolgere operazioni di M&A. Inoltre, sempre secondo Dikova et. al. (2010), le aziende con un'esperienza significativa in operazioni di acquisizione internazionale aumentano la loro efficienza nell'affrontare questioni quali la riduzione dei marchi e dei servizi nella nuova entità, la chiusura di siti produttivi e uffici commerciali e il trasferimento di filiali e sussidiarie.

Dal lato quindi della distanza istituzionale, anche in questo caso, ci si aspetta che questa giochi un ruolo di moderatore nel rapporto esistente tra esperienza e *performance* acquisitiva. Più nel dettaglio ai fini di quest'analisi, si vuole considerare l'esperienza passata non solo in

termini di esperienza specifica nella regione in cui avviene l'acquisizione focale, ma anche l'esperienza specifica in altre regioni rispetto a quella in cui avviene quella focale. Dunque:

Ipotesi 4: La distanza istituzionale svolge da moderatore tra il rapporto positivo esistente tra l'esperienza in altre aree geografiche e le relative performance, nel senso che la distanza istituzionale mitiga l'effetto positivo che l'esperienza ha sulle performance.

Qui viene riportata una tabella per facilitare la lettura e il confronto delle quattro ipotesi avanzate da questa analisi.

Tabella 2- Le ipotesi

<i>Ipotesi 1</i>	<i>L'esperienza passata in operazioni di M&A di una specifica area geografica è positivamente associata alla performance post-acquisitiva di operazioni di M&A nella stessa area geografica.</i>
<i>Ipotesi 2</i>	<i>L'esperienza passata in operazioni di M&A in diverse aree geografiche è positivamente associata alla performance post-acquisitiva di operazioni di M&A, anche se svolte in aree diverse</i>
<i>Ipotesi 3</i>	<i>La distanza istituzionale funge da moderatore nel rapporto esistente tra performance delle operazioni di M&A e esperienza specifica nell'area, nel senso che mitiga l'effetto positivo che l'esperienza specifica ha sulle performance delle operazioni di fusione e acquisizione</i>
<i>Ipotesi 4</i>	<i>La distanza istituzionale svolge da moderatore tra il rapporto positivo esistente tra l'esperienza in altre aree geografiche e le relative performance, nel senso che la distanza istituzionale mitiga l'effetto positivo che l'esperienza ha sulle performance.</i>

Questa è una delle poche analisi in ambito di M&A internazionali ad utilizzare la distanza istituzionale come moderatore del rapporto tra esperienza e *performance* acquisitive. Inoltre, il valore aggiunto di questa ricerca è che è la prima a studiare il rapporto esistente tra *performance* nelle operazioni di M&A, distanza istituzionale ed esperienza intesa però in maniera duplice: da un lato l'esperienza specifica in una regione e dall'altro l'esperienza in M&A internazionali ma nell'ambito di altre regioni geografiche. Nel corso del prossimo capitolo verrà presentato il campione di operazioni di fusione e acquisizione utilizzato per

l'analisi empirica, verranno presentate le diverse variabili inserite all'interno del modello statistico e si darà evidenza dei risultati ottenuti.

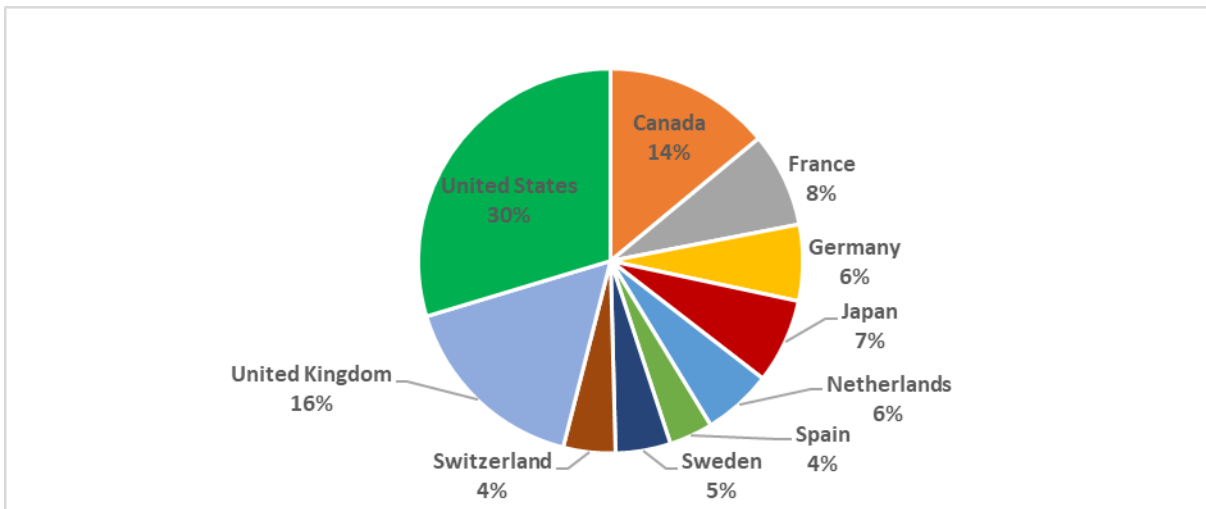
CAPITOLO 3 - IL CAMPIONE DI OPERAZIONI, IL METODO DI ANALISI E I RISULTATI

In questo capitolo verrà introdotto il *database* utilizzato per l'analisi empirica volta a indagare la coerenza a livello statistico delle ipotesi precedentemente formulate. Successivamente verranno illustrate le differenti variabili incluse nei modelli statistici, i modelli stessi e, infine, i risultati dell'analisi svolta.

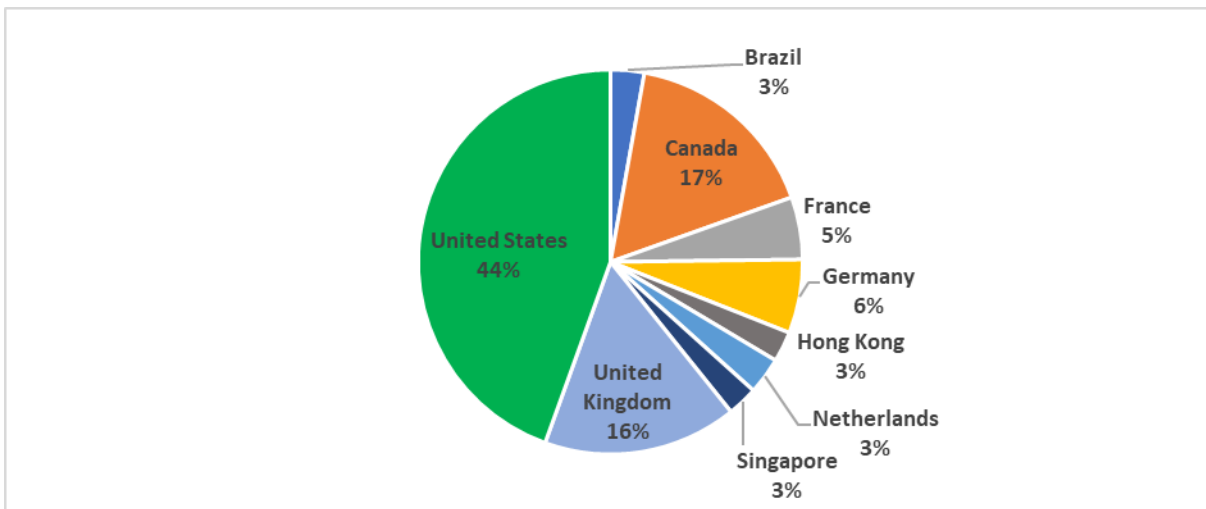
3.1 Il campione statistico

Il campione statistico di partenza per questa ricerca era composto da tutte le operazioni di fusione e acquisizione concluse e inserite all'interno del *database* Platinum della *Securities Data Company* (SDC). Questo *dataset* è stato utilizzato a più riprese in diverse ricerche empiriche, tra cui quelle in precedenza analizzate come Hayward (2002) e Basuil (2015). Nel campione statistico sono state incluse tutte le operazioni che hanno visto l'acquisto da parte dell'acquirente di almeno il 51% del capitale sociale dell'impresa *target* e che, quindi, hanno portato ad un cambiamento del controllo societario. L'arco di tempo preso in considerazione dal campione comprende tutte le operazioni concluse dall'inizio del 1996 fino alla fine del 2014 e il valore medio delle operazioni incluse è pari a 1.538 milioni di dollari, con l'operazione più piccola dal valore di 0,46 milioni di dollari e la più importante il cui valore è pari a 202,785 miliardi di dollari. Quest'ultima rappresenta la più grande operazione di M&A della storia e ha visto l'acquisizione di Mannesmann AG da parte di Vodafone AirTouch PLC nel 1999. Tutte le operazioni inserite nel *database* fanno riferimento a fusioni e acquisizioni internazionali in quanto si tratta di operazioni in cui le imprese *target* sono localizzate al di fuori dei confini nazionali del paese dell'impresa acquirente. Più nel dettaglio, il *database* comprende solamente operazioni in cui sia l'acquirente che il *target* sono società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, arrivando così ad un totale di 12.971 *deals*. Successivamente sono stati incorporati dati provenienti dalla Banca Mondiale per quanto riguarda le diverse variabili istituzionali relative soprattutto alla distanza istituzionale e dal Refinitiv Datastream *database* per quanto riguarda altri dati aziendali. Tutte queste variabili sono state, quindi, utilizzate come variabili dipendenti, indipendenti e di controllo, arrivando a contare definitivamente 1162 operazioni completate. A differenza di altre analisi empiriche, questa comprende operazioni svolte da acquirenti situati in tutto il mondo e non quindi provenienti da solo alcuni paesi specifici; lo stesso criterio vale anche per le imprese *target* comprese nel *dataset*. In particolare, dal grafico sotto riportato, in cui vengono evidenziate le

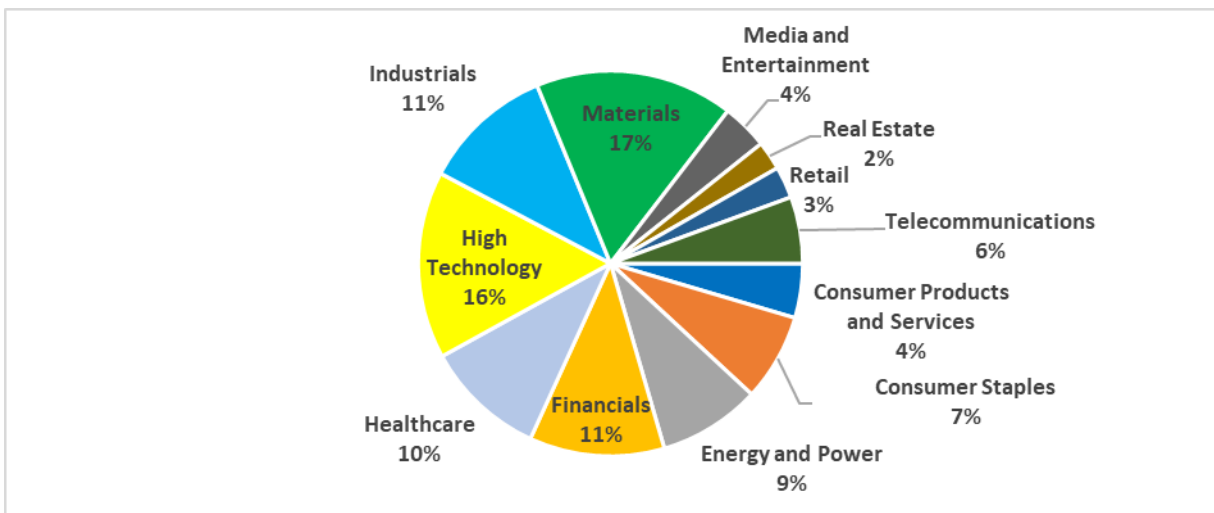
prime dieci nazioni degli acquirenti per numero di operazioni, si può notare che una parte rilevante delle operazioni svolte è stata conclusa da imprese statunitensi (30 per cento), inglesi (16 per cento) e canadesi (14 per cento).



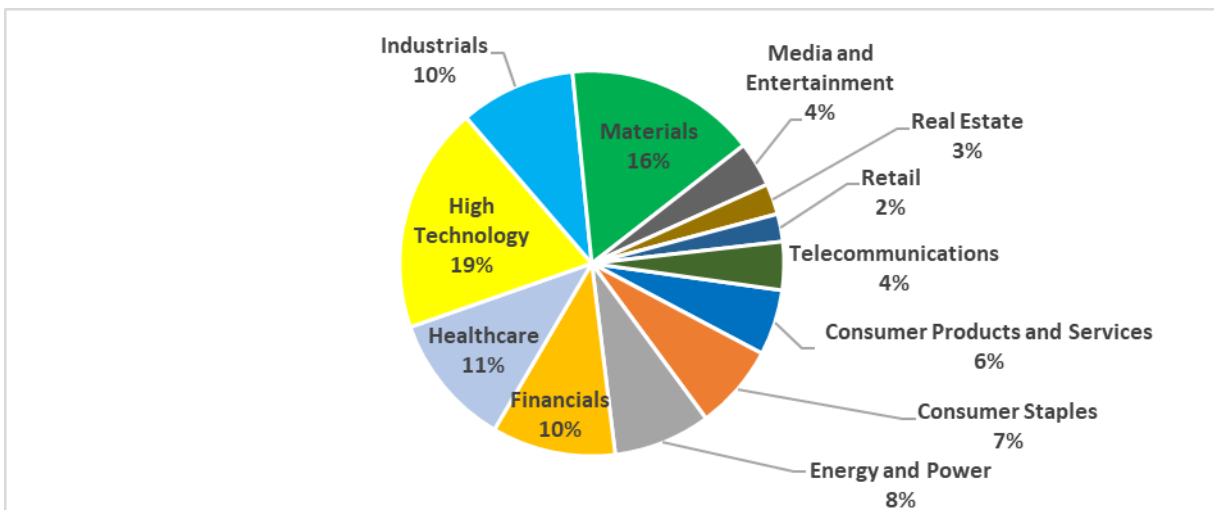
Il grafico successivo evidenzia invece le prime dieci nazioni delle imprese *target* in base al numero di acquisizioni svolte. Come si può notare le principali imprese acquisite sono, anche in questo caso, di nazionalità americana (44 per cento), inglese (16 per cento) e canadese (17 per cento).



Per quanto concerne i settori produttivi delle imprese acquirenti e *target*, a differenza di altre ricerche in cui si è considerato esclusivamente il solo settore bancario (ad esempio: Zollo e Singh, 2004; Haleblian et al., 2006; Zollo, 2009), in questo caso il *dataset* comprende imprese interessate da un'operazione di M&A che operano in diversi settori economici. Nel grafico sottostante si può notare che il principale settore economico in cui operano le imprese acquirenti è quello dei materiali (17 per cento), seguito dall'*high technology* (16 per cento) e dai settori industriali, finanziari e dell'*healthcare* (rispettivamente 11, 11 e 10 per cento).



Per quanto concerne i settori in cui operano le imprese *target*, si può notare nel grafico successivo come le operazioni di M&A comprese in questo *dataset* siano relative a imprese principalmente operanti nel settore dell'*high technology* (19 per cento), dei materiali (16 per cento), dell'*healthcare* (11 per cento) e a seguire del settore industriale e finanziario (entrambi 10 per cento).



3.2 La metodologia e le variabili utilizzate

Ai fini dell'analisi condotta, tenendo conto dei dati aziendali delle operazioni che compongono il *dataset*, sono state create altre variabili relative all'esperienza passata e acquisita da parte delle imprese acquirenti in merito alle operazioni di fusione e acquisizione a livello internazionale. Nell'analizzare i dati contenuti nel *database* è stata svolta un'analisi statistica attraverso il metodo della regressione lineare con l'utilizzo del *software* statistico Stata MP 16. La **variabile dipendente** è stata identificata nella *performance* post-acquisizione. In generale, le variabili di *performance* utilizzate per le analisi empiriche sono relative a indicatori di mercato come, ad esempio, il *cumulative abnormal returns* (rendimenti

cumulati anomali), il *Tobin's Q ratio* o a misure contabili come il ROE e il ROA. Molte analisi empiriche utilizzano il *cumulative abnormal returns* che è una misura della *performance* dell'operazione di M&A a breve termine in quanto si concentra sulla somma dei rendimenti giornalieri delle azioni in prossimità dell'annuncio dell'operazione di fusione e acquisizione (Adnan e Hossain, 2016). Questo indicatore non tiene conto delle effettive intenzioni strategiche dell'acquirente ma si limita solo ad osservare come il mercato azionario risponde e reagisce all'annuncio di una determinata operazione di M&A. Tuttavia, l'effettiva generazione di valore può avvenire tramite il raggiungimento di particolari sinergie tra l'impresa acquirente e quella *target* e questo richiede mesi o anni rispetto alla data dell'annuncio; questa misura delle *performance* di acquisizione rappresenta quindi l'aspettativa "preventiva" che il mercato finanziario ha nei confronti dell'operazione (Zollo, 2009). Nel metodo del *cumulative abnormal returns*, con riferimento all'arco temporale considerato, i ricercatori nel corso degli anni hanno utilizzato molteplici criteri che possono andare da pochi giorni prima e dopo l'annuncio fino a qualche settimana o mese, con la conseguenza che queste finestre temporali possono includere o meno l'effetto delle potenziali sinergie ricercate. Dividere la *performance* aziendale tra breve e medio termine equivale quindi a distinguere tra le aspettative *ex ante* e la realizzazione effettiva *ex post*, ovvero analizzare l'operazione o a livello di transazione o di benefici aziendali che potrebbero derivare dal successo della gestione dell'integrazione.

Dato che le operazioni di M&A contenute in questo *database* fanno esclusivamente riferimento a imprese acquirenti e *target* che provengono da paesi diversi e che possono adottare sistemi contabili anche molto differenti gli uni dagli altri, si è preferito non fare riferimento ai dati provenienti dalla contabilità aziendale per quanto riguarda l'identificazione della variabile dipendente. Anche ai fini dell'operatività delle imprese, l'utilizzo di dati contabili non è sempre molto efficace a livello internazionale in quanto le differenze nei principi e nei sistemi contabili possono portare gli acquirenti ad una valutazione distorta della realtà aziendale cui l'operazione di M&A si riferisce (Thanos e Papadakis, 2012). Altra considerazione, sempre con riferimento ai dati contabili, è quella dovuta al fatto che la predisposizione dei *report* e dei dati contabili, compreso il bilancio, sono sotto lo stretto controllo dei *manager* e quindi l'influenza che essi hanno sulla loro redazione potrebbe deviare la rappresentazione effettiva della realtà aziendale (Rossi e Volpin, 2004). Le misure di *performance* che fanno invece riferimento al mercato sono preferibili, specie nel caso di operazioni di fusione e acquisizione a livello internazionale, in quanto sono frutto di una maggiore trasparenza relativa ai controlli imposti dalle autorità di borsa e ad una maggiore efficienza del mercato azionario. Le sinergie tra l'impresa acquirente e l'impresa acquisita

sono considerate il punto chiave per il successo delle operazioni di M&A ed è attraverso queste sinergie che l'impresa acquirente è in grado di creare valore per gli azionisti. In particolar modo, tale valore per gli azionisti si riflette maggiormente sulle misure di *performance* derivanti dal mercato azionario rispetto alle misure di origine contabile. Quindi, l'utilizzo del *Tobin's Q ratio* riflette maggiormente la capacità di creare efficienza e di rappresentare meglio le *performance* strategiche dell'acquirente ed è per queste ragioni che in questa analisi viene utilizzato come indicatore della *performance* post-acquisitiva. Più nello specifico, il *Tobin's Q ratio* viene calcolato un anno dopo l'accordo, sommando il valore contabile delle attività, il valore di mercato delle azioni ordinarie e sottraendo il valore contabile delle azioni ordinarie; tale somma viene poi divisa per il valore contabile del totale delle attività dell'impresa acquirente.

Inoltre, il *Tobin's Q ratio* viene considerato in letteratura come una misura di *performance* lungimirante in quanto fornisce informazioni sulla *performance* aziendale e riflette le valutazioni degli investitori sulle attività materiali e immateriali. Esso è anche un indicatore robusto quando si confrontano diverse aziende perché il rapporto rappresenta anche il valore attuale dei flussi di cassa futuri diviso per il costo di sostituzione delle attività materiali (Lien e Li, 2013).

Tra le variabili indipendenti distinguiamo tra variabili di moderazione, variabili di misurazione dell'esperienza pregressa e variabili di controllo.

Variabile di moderazione: per quanto riguarda la variabile moderatrice, quella utilizzata è la distanza amministrativa tra il paese di origine dell'acquirente e il paese dell'impresa *target*, ovvero una misura di distanza istituzionale calcolata in base al *database* World Bank Governance Indicators (WGI) che rappresenta un insieme di dati sugli indicatori di governance della Banca Mondiale (Kaufmann et al., 2010). Più nello specifico, il Worldwide Governance Indicators (WGI) considera sei dimensioni a livello istituzionale che sono:

- responsabilità sociale;
- efficacia del governo;
- stabilità politica;
- qualità normativa;
- stato di diritto;
- controllo della corruzione.

Seguendo la procedura adottata da altri ricercatori, per calcolare questa variabile si utilizza la formula suggerita da Kogut e Singh (1988) formando un indice composito basato sullo scostamento lungo ciascuna delle sei dimensioni istituzionali dei paesi a cui appartengono gli

acquirenti e i valori delle rispettive dimensioni dei paesi delle imprese *target*. Si correggono poi gli scostamenti nelle differenze nelle varianze di ogni dimensione e si calcola la media aritmetica. La formula per il calcolo della distanza istituzionale risulta essere:

$$ID_{ju} = \sum_{i=1}^6 \{(I_{ij} - I_{iu})^2 / V_i\} / 6$$

Dove I_{ij} sta per i -esima dimensione della distanza istituzionale e j per il paese dell'acquirente, u per il paese dell'impresa *target*, V_i è la varianza della i -esima dimensione della distanza istituzionale e ID_{ju} è la distanza istituzionale tra il paese dell'acquirente e il paese dell'impresa *target*.

Ad esempio, se l'operazione focale prevede l'acquisizione da parte di un'azienda tedesca di un'impresa indiana, per ognuna delle sei dimensioni verrà calcolata la differenza tra la misurazione dei valori dell'impresa acquirente e quelli dell'impresa *target*, elevandoli al quadrato e dividendo il risultato per la varianza. Una volta fatto questo, verranno sommati tutti i risultati relativi alle sei dimensioni e si dividerà tale sommatoria per sei. Se ad esempio la dimensione della responsabilità sociale del paese dell'impresa acquirente è pari 1,57, quella del paese dell'impresa *target* è 1,04, e la varianza è pari a 0.9, il calcolo sarà così composto: $[(1,57-1,04)^2/0.9]$. Questo risultato verrà poi sommato a quello delle altre cinque dimensioni che compongono l'indice e la sommatoria finale verrà divisa per sei, ottenendo così il valore della distanza istituzionale.

Variabile indipendente: che misura l'esperienza pregressa: sono state create due variabili per misurare esperienza pregressa legata alla regione geografica dell'impresa *target*. Queste variabili sono : l'esperienza accumulata dall'impresa acquirente nella stessa regione geografica e l'esperienza accumulata dall'impresa acquirente in altre regioni diverse da quella in cui ha sede l'impresa *target* dell'operazione focale. In particolare, l'esperienza accumulata dall'impresa acquirente nella stessa regione geografica in cui ha sede l'impresa *target* è stata misurata nel seguente modo. Ai fini della determinazione delle regioni geografiche a livello mondiale, si ha fatto riferimento al geo schema predisposto dalle Nazioni Unite in cui tutte le nazioni vengono raggruppate in 17 macro regioni mondiali che sono: Europa, Europa dell'est, America del Nord, America del Sud, Centro America, America Caraibica, Nord Africa, Sud Africa, Africa occidentale, Africa orientale, Africa centrale, Asia orientale, Asia centrale, Asia meridionale, Asia sud orientale, Asia sud occidentale e Oceania. In questo caso, quindi, si è misurato il numero di acquisizioni svolte in passato dall'impresa acquirente nella stessa regione in cui ha sede l'impresa *target* dell'operazione focale. A titolo esemplificativo, se l'operazione focale di M&A presente nel *dataset* considera l'acquisizione di un'impresa francese da parte di un'impresa canadese, per esplicitare l'esperienza pregressa dell'impresa

acquirente nella regione in cui ha sede l'impresa *target* francese, si è considerato il numero di tutte le operazioni di fusione e acquisizione precedentemente svolte nella stessa regione come, ad esempio, precedenti M&A in Italia, Germania e Olanda. Ai fini di questa analisi si è preferito non considerare la frequenza di operazioni di fusione e acquisizione ma solamente in numero di operazioni precedentemente concluse al fine di evitare scelte arbitrarie sull'arco di tempo da considerare per il calcolo della frequenza. La seconda variabile indipendente che compone il modello è quella relativa all'esperienza in altre regioni diverse da quella in cui ha sede l'impresa *target* dell'operazione focale. In questo caso si vuole osservare se l'esperienza di M&A in altre regioni mondiali possa fornire competenze e conoscenze all'impresa acquirente che possano portarla ad ottenere *performance* migliori. A titolo di esempio, se la precedente impresa canadese acquisisce l'impresa francese localizzata nella regione europea, ai fini del calcolo dell'esperienza pregressa in altre regioni geografiche, si è considerato tutte le operazioni di M&A svolte in passato dall'acquirente nelle altre sedici regioni mondiali diverse da quella europea in cui ha sede l'impresa *target*. Anche in questo caso, come nel precedente, non si è considerata la frequenza di operazioni svolte ma la somma di tutte le operazioni di fusione e acquisizione concluse in passato nelle altre regioni.

Variabili di controllo: Sono state utilizzate diverse variabili di controllo descritte nelle precedenti ricerche accademiche e sono state misurate come segue. Il valore dell'operazione (*deal value*) è stato misurato come il logaritmo del valore della transazione e il logaritmo del totale dell'attivo è stato utilizzato per misurare la dimensione dell'impresa acquirente. L'utilizzo del logaritmo è consigliato nel caso di regressioni lineari in quanto permette di normalizzare la distribuzione delle osservazioni e di ridurre gli effetti dei valori *outliers*. Il metodo di pagamento è stato utilizzato come variabile di controllo attraverso una *dummy variable* che è stata codificata "1" se il *deal* è stato un affare in contanti, altrimenti "0". Altra variabile di controllo è il rendimento del capitale proprio dell'acquirente (ROE) un anno prima dell'accordo e rappresenta una misurazione della *performance* finanziaria dell'acquirente. Anche la somiglianza tra il settore dell'impresa acquirente e il settore dell'impresa *target* (*relatedness*) è stata utilizzata per controllare la regressione: in questo caso si sono considerati i codici SIC delle due imprese attribuendo "1" se le due imprese operano nello stesso settore, in quanto condividono almeno i primi due numeri del codice SIC, altrimenti un valore pari a "0" se le due imprese non operano nello stesso settore. Un'altra variabile è il numero di filiali dell'acquirente presenti all'esterno che rappresenta il grado di internazionalizzazione dell'acquirente stesso (Chao e Kumar, 2010). È stato anche inserito nel modello il numero di offerenti per l'acquisizione dell'impresa *target* al momento dell'accordo. Un'altra *dummy variable* è stata utilizzata con un valore pari a "1" se l'intera

transazione è stata eseguita con l'utilizzo di azioni e "0" in caso contrario. Con riferimento alla liquidità dell'impresa acquirente, è stato preso in considerazione il rapporto tra le attività correnti e le passività correnti che segnala l'attitudine dell'impresa a far fronte alle passività a breve termine attraverso il proprio capitale circolante lordo. L'*employee ratio* è invece una variabile utilizzata per misurare la dimensione relativa dell'acquirente in termini di personale ed è dato dal rapporto tra il numero di dipendenti dell'impresa acquirente e il numero di dipendenti dell'impresa *target*. Altra variabile che fa riferimento all'acquirente è l'R&D su ricavi, ovvero il rapporto tra le spese per l'attività di ricerca e sviluppo e i ricavi di vendita che rappresenta la percentuale di fatturato che viene allocata all'attività di R&D. Infine, è stata utilizzata come variabile di controllo anche l'intensità di capitale dell'acquirente data dal rapporto tra spese in conto capitale e le vendite totali nell'anno che precede l'accordo. La tabella sotto riportata fornisce un riassunto delle variabili inserite nel modello e le fonti da cui sono state estrapolate.

Tabella 3- Definizione delle variabili

Variabile	Descrizione	Fonte
Performance post-acquisizione	Il <i>Tobin's Q ratio</i> viene calcolato un anno dopo l'accordo sommando il valore contabile delle attività, il valore di mercato delle azioni ordinarie e sottraendo il valore contabile delle azioni ordinarie; tale somma viene poi divisa per il valore contabile del totale delle attività dell'impresa acquirente	DataStream
Distanza istituzionale	Viene formato un indice composito basato sulla deviazione lungo ciascuna delle sei dimensioni istituzionali (ovvero, responsabilità sociale, efficacia del governo, stabilità politica, qualità normativa, stato di diritto e controllo della corruzione) dei paesi a cui appartengono gli acquirenti dai valori delle rispettive dimensioni dei paesi <i>target</i> . Si correggono poi gli scostamenti nelle differenze nelle varianze di ogni dimensione e si calcola la media aritmetica. La formula della distanza istituzionale è quindi: $ID_{ju} = \sum_{i=1}^6 \{(I_{ij} - I_{iu})^2 / V_i\} / 6$ Dove I_{ij} sta per la i -esima dimensione della distanza istituzionale e j per il paese dell'acquirente, u per il paese dell'impresa <i>target</i> , V_i è la varianza della i -esima dimensione della distanza istituzionale e ID_{ju} è la distanza istituzionale tra il paese dell'acquirente e il paese dell'impresa <i>target</i> .	Indicatori della World Bank Governance
Esperienza specifica per regione	È data dal numero di acquisizioni svolte dall'acquirente nella stessa regione geografica in cui ha sede l'impresa <i>target</i> dell'operazione focale.	SDC Platinum
Esperienza in altre regioni	È data dal numero di acquisizioni svolte dall'acquirente nelle regioni diverse da quella in cui ha sede l'impresa <i>target</i> dell'operazione focale.	SDC Platinum

<i>Deal Value</i>	È il logaritmo del valore del <i>deal value</i> (in milioni di dollari).	SDC Platinum
Dimensione dell'acquirente	È il logaritmo del valore totale delle attività dell'impresa acquirente (in milioni di dollari).	DataStream
Metodo di pagamento	<i>Dummy variable</i> codificata "1" se il <i>deal</i> è stato un affare in contanti, altrimenti "0".	SDC Platinum
ROE	<i>Return on equity</i> dell'acquirente un anno prima del <i>deal</i> .	DataStream
<i>Relatedness</i>	<i>Dummy variable</i> codificata "1" se le imprese operano nello stesso settore in quanto condividono le prime due cifre del codice SIC, altrimenti "0".	DataStream
Grado di internazionalizzazione	È il numero di sedi sussidiarie all'estero dell'acquirente al momento dell'operazione di M&A considerata.	BvD
Numero di offerenti	È il numero di offerenti interessati all'acquisto dell'impresa <i>target</i> al momento del <i>deal</i> .	SDC Platinum
Stock	<i>Dummy variable</i> pari a "1" se l'intera transazione è stata eseguita con l'uso di azioni, "0" in caso contrario.	SDC Platinum
<i>Employee ratio</i>	È il rapporto tra il numero di dipendenti dell'acquirente e il numero di dipendenti dell'impresa <i>target</i> .	DataStream
Liquidità	È il rapporto tra attività a breve e passività a breve dell'acquirente un anno prima dell'operazione.	DataStream
R&D su ricavi	È il rapporto tra la spesa di ricerca e sviluppo e il fatturato dell'impresa acquirente.	DataStream
Intensità del capitale	È il rapporto tra spese in conto capitale e le vendite totali dell'acquirente un anno prima dell'accordo.	Datastream

Vengono ora presentate le equazioni utilizzate per la realizzazione dei diversi modelli statistici:

Equazione del modello 1

Performance post M&A = $a_i + \beta_1(\ln \text{dealvalue}) + \beta_2(\ln \text{totale attivo}) + \beta_3(\text{metodo di pagamento}) + \beta_4(\text{ROE}) + \beta_5(\text{relatedness}) + \beta_6(\text{grado di internazionalizzazione}) + \beta_7(\text{numero di offerenti}) + \beta_8(\text{stock}) + \beta_9(\text{employee ratio}) + \beta_{10}(\text{liquidità}) + \beta_{11}(\text{R\&D su ricavi}) + \beta_{12}(\text{intensità del capitale}) + \beta_{13}(\text{distanza istituzionale})$

Equazione del modello 2

Performance post M&A = $a_i + \beta_1(\ln \text{dealvalue}) + \beta_2(\ln \text{totale attivo}) + \beta_3(\text{metodo di pagamento}) + \beta_4(\text{ROE}) + \beta_5(\text{relatedness}) + \beta_6(\text{grado di internazionalizzazione}) + \beta_7(\text{numero di offerenti}) + \beta_8(\text{stock}) + \beta_9(\text{employee ratio}) + \beta_{10}(\text{liquidità}) + \beta_{11}(\text{R\&D su ricavi}) + \beta_{12}(\text{intensità del capitale}) + \beta_{13}(\text{distanza istituzionale}) + \beta_{14}(\text{Esperienza specifica per regione})$

Equazione del modello 3

Performance post M&A = $a_i + \beta_1(\ln \text{ dealvalue}) + \beta_2(\ln \text{ totale attivo}) + \beta_3(\text{metodo di pagamento}) + \beta_4(\text{ROE}) + \beta_5(\text{relatedness}) + \beta_6(\text{grado di internazionalizzazione}) + \beta_7(\text{numero di offerenti}) + \beta_8(\text{stock}) + \beta_9(\text{employee ratio}) + \beta_{10}(\text{liquidità}) + \beta_{11}(\text{R\&D su ricavi}) + \beta_{12}(\text{intensità del capitale}) + \beta_{13}(\text{distanza istituzionale}) + \beta_{14}(\text{Esperienza in altre regioni})$

Equazione del modello 4

Performance post M&A = $a_i + \beta_1(\ln \text{ dealvalue}) + \beta_2(\ln \text{ totale attivo}) + \beta_3(\text{metodo di pagamento}) + \beta_4(\text{ROE}) + \beta_5(\text{relatedness}) + \beta_6(\text{grado di internazionalizzazione}) + \beta_7(\text{numero di offerenti}) + \beta_8(\text{stock}) + \beta_9(\text{employee ratio}) + \beta_{10}(\text{liquidità}) + \beta_{11}(\text{R\&D su ricavi}) + \beta_{12}(\text{intensità del capitale}) + \beta_{13}(\text{distanza istituzionale}) + \beta_{14}(\text{Esperienza specifica per regione}) + \beta_{15}(\text{esperienza specifica per regione X distanza istituzionale})$

Equazione del modello 5

Performance post M&A = $a_i + \beta_1(\ln \text{ dealvalue}) + \beta_2(\ln \text{ totale attivo}) + \beta_3(\text{metodo di pagamento}) + \beta_4(\text{ROE}) + \beta_5(\text{relatedness}) + \beta_6(\text{grado di internazionalizzazione}) + \beta_7(\text{numero di offerenti}) + \beta_8(\text{stock}) + \beta_9(\text{employee ratio}) + \beta_{10}(\text{liquidità}) + \beta_{11}(\text{R\&D su ricavi}) + \beta_{12}(\text{intensità del capitale}) + \beta_{13}(\text{distanza istituzionale}) + \beta_{14}(\text{Esperienza specifica per regione}) + \beta_{15}(\text{esperienza in altre regioni X distanza istituzionale})$

3.3 I risultati

Di seguito vengono riportati i risultati dell'analisi empirica svolta. Nella tabella sottostante vengono esposti i dati relativi alla media, alla deviazione standard e ai valori minimi e massimi di ciascuna variabile compresa nel modello statistico.

Tabella 4- Media, deviazione standard, valori minimi e massimi

Variabile	# oss	Media	Std. Dev.	Min	Max
<i>Performance post-acquisizione</i>	1112	1,5631	0,739	0,734	4,173
Distanza istituzionale	1061	54,557	38,917	0	238,31
Esperienza specifica per regione	1161	8,368	9,957	1	47
Esperienza in altre regioni	1161	12,631	16,918	0	139
<i>Deal value</i>	1162	5,552	2,009	-3,079	12,22
Dimensione dell'acquirente	1155	15,653	2,82	6,078	24,936
Metodo di pagamento	1162	0,538	0,499	0	1
ROE	1123	14,343	20,755	-80	80
<i>Relatedness</i>	1162	0,627	0,484	0	1
Grado di internazionalizzazione	529	114,397	190,568	0	1890
Numero di offerenti	1162	1,082	0,301	1	3
stock	1162	0,144	0,351	0	1
<i>Employee ratio</i>	959	74,523	417,248	0	7818,182
Liquidità	1013	2,327	3,06	0,01	42,38
R&D su ricavi	664	0,504	9,985	-0,013	256,935
Intensità del capitale	1162	28,389	231,207	0	4655,39

Dato il campione utilizzato si può notare come la *performance* media delle operazioni di M&A ad un anno dall'accordo è pari a 1,56 con un valore minimo di 0,73 e un massimo di 4,17. Dal lato dell'esperienza internazionale nelle operazioni di fusione e acquisizione, per quanto concerne l'esperienza specifica per regione, la media delle operazioni è pari a 8.3 con una deviazione standard pari a 9,9 mentre dal lato dell'esperienza in altre regioni diverse da quelle dell'operazione focale la media è superiore e pari a 12.63 con una deviazione standard pari a 16,91. Con riferimento invece agli acquirenti, l'indice di redditività del capitale proprio (ROE) un anno prima dell'operazione di M&A è in media pari al 14,34 per cento mentre il grado di internazionalizzazione, rappresentato dal numero di filiali presenti all'estero, registra un valore medio pari a 114,39 con un minimo uguale a zero e un massimo uguale a 1890.

Nelle tabelle successive viene presentata la matrice di correlazione tra le variabili e i risultati della regressione lineare condotta. Nel modello 1 è stata svolta una regressione multipla senza tenere conto delle variabili esperienziali mentre con riferimento a tutti e cinque i modelli è possibile notare che la distanza istituzionale ha un impatto negativo sulle *performance* post acquisitive ed è in ogni caso statisticamente significativa. Questo supporta il concetto che all'aumentare della distanza istituzionale le *performance* delle operazioni di M&A possono diminuire a causa delle difficoltà che l'impresa acquirente può trovare nell'approcciarsi a nuovi sistemi amministrativi, a nuovi sistemi giuridici e a nuove e diverse istituzioni locali. L'ipotesi 1 sostiene che l'esperienza specifica in una regione è positivamente associata a *performance* migliori nelle operazioni di M&A svolte nella stessa area geografica. Il modello 2 individua un coefficiente di correlazione positivo tra la *performance* post acquisitiva e l'esperienza specifica nella regione ma tale risultato non è statisticamente significativo e dunque non vi è evidenza empirica a supporto dell'ipotesi secondo cui l'esperienza specifica in una regione possa portare benefici all'acquirente in termini di *performance* post acquisitive migliori. L'ipotesi 2 sostiene che l'esperienza in altre regioni è positivamente associata alla *performance* post acquisizione anche se l'operazione focale avviene in zone diverse da quella in cui l'impresa ha accumulato esperienze di fusione e acquisizione. Il modello 3 analizza appunto l'impatto che l'esperienza in altre regioni da parte dell'acquirente può avere sull'operazione focale svolta. L'analisi offre come risultato un coefficiente positivo (0.00486) e statisticamente significativo che dimostra che vi è evidenza empirica a sostegno dell'ipotesi 2; questa analisi, quindi, dimostra che l'esperienza in altre regioni diverse da quella dell'acquisizione focale ha un impatto positivo sulle *performance* post acquisitive dell'operazione stessa.

I modelli 4 e 5 considerano invece l'impatto che la distanza istituzionale ha sulla relazione esistente tra esperienza e *performance* post acquisitive. In particolar modo, l'ipotesi 3 sostiene che la distanza istituzionale funga da moderatore nel rapporto esistente tra *performance* delle operazioni di M&A ed esperienza specifica nell'area, ovvero che la distanza istituzionale mitighi l'effetto positivo che l'esperienza specifica ha sulle *performance* delle operazioni di fusione e acquisizione. Il modello 4 dimostra che vi è evidenza empirica (0.0128) a sostegno dell'ipotesi 3 in quanto si è riscontrato un effetto moderatore della distanza istituzionale sulla relazione esistente tra esperienza specifica per regione e *performance*, dimostrando così che la distanza istituzionale ha un impatto negativo sulla relazione tra *performance* post acquisitive ed esperienza specifica nella regione.

L'ipotesi 4 sostiene invece che la distanza istituzionale funga da moderatore tra il rapporto positivo esistente tra l'esperienza in altre aree geografiche e le *performance*, nel senso che la distanza istituzionale mitiga l'effetto positivo che l'esperienza ha sulle *performance*. In questo caso l'analisi empirica condotta nel modello 5 individua un coefficiente positivo (0.00229) ma, a differenza del modello 4, questo coefficiente non è statisticamente significativo e dunque non è possibile confermare l'ipotesi secondo cui la distanza istituzionale funga da moderatore nel rapporto tra esperienza in altre regioni e *performance* post acquisitive.

Tabella 5- Riepilogo dei risultati dell'analisi svolta

	Ipotesi	Risultato
1	L'esperienza passata in operazioni di M&A in una specifica area geografica è positivamente associata alla <i>performance</i> post-acquisitiva di operazioni di M&A nella stessa area geografica.	Statisticamente non supportato; il coefficiente è positivo ma statisticamente non significativo.
2	L'esperienza passata in operazioni di M&A in diverse aree geografiche è positivamente associata alla <i>performance</i> post-acquisitiva di operazioni di M&A, anche se svolte in aree diverse.	Supportata
3	La distanza istituzionale funge da moderatore nel rapporto esistente tra <i>performance</i> delle operazioni di M&A ed esperienza specifica nell'area, nel senso che mitiga l'effetto positivo che l'esperienza specifica ha sulle <i>performance</i> delle operazioni di fusione e acquisizione.	Supportata

4	La distanza istituzionale funge da moderatore tra il rapporto positivo esistente tra l'esperienza in altre aree geografiche e le relative performance, nel senso che la distanza istituzionale mitiga l'effetto positivo che l'esperienza ha sulle <i>performance</i> .	Statisticamente non supportato; il coefficiente è positivo ma statisticamente non significativo.
---	---	--

Tabella 6- Matrice di correlazione

Variabili	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
(1) Performance post- acquisizione	1.000															
(2) Dealvalue	-0.072	1.000														
(3) Dimensione dell'acquirente	-0.141	0.406	1.000													
(4) Cash	0.064	-0.078	0.090	1.000												
(5) ROE	0.167	0.151	0.185	0.125	1.000											
(6) Employee ratio	-0.017	-0.083	0.143	0.088	0.028	1.000										
(7) Liquidità	0.039	-0.132	-0.239	-0.101	-0.159	-0.048	1.000									
(8) Relatedness	0.067	0.133	-0.007	-0.100	-0.028	-0.110	0.073	1.000								
(9) Numero di offerenti	0.076	0.087	0.031	0.034	0.100	-0.033	-0.018	0.050	1.000							
(10) Stock	0.019	0.013	-0.221	-0.442	-0.196	-0.052	0.158	0.103	-0.079	1.000						
(11) R&D su ricavi	-0.027	-0.039	-0.084	-0.054	-0.093	-0.009	0.034	0.032	-0.013	0.122	1.000					
(12) Intensità del capitale	-0.039	-0.068	-0.164	-0.034	-0.181	-0.016	0.215	-0.006	-0.021	0.095	0.897	1.000				
(13) Grado di internazionalizzazione	-0.014	0.284	0.323	0.088	0.152	0.209	-0.160	-0.105	-0.016	-0.107	-0.030	-0.034	1.000			
(14) Distanza istituzionale	0.023	-0.117	0.214	0.060	0.024	0.020	-0.010	-0.001	-0.037	-0.089	-0.015	-0.041	-0.053	1.000		
(15) Esperienza specifica per regione	0.080	0.147	0.084	0.047	0.070	0.159	-0.149	-0.050	0.028	-0.041	-0.034	-0.058	0.287	-0.137	1.000	
(16) Esperienza in altre regioni	0.073	0.175	0.263	0.105	0.119	0.196	-0.145	-0.038	0.022	-0.126	-0.028	-0.065	0.459	0.036	0.242	1.000

Tabella 7- Risultati della regressione multipla

	modello 1	modello 2	modello 3	modello 4	modello 5
Variabile di performance	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q
Dealvalue	-0.0301 (1.511)	-0.0324 (1.623)	-0.0338* (1.692)	-0.0319 (1.603)	-0.0328 (1.638)
Dimensione dell'acquirente	-0.0408*** (2.704)	-0.0403*** (2.662)	-0.0428*** (2.884)	-0.0420*** (2.777)	-0.0428*** (2.885)
Cash	0.166** (2182)	0.164** (2157)	0.162** (2147)	0.160** (2105)	0.158** (2083)
ROE	0.0109*** (3997)	0.0108*** (3966)	0.0110*** (3998)	0.0106*** (3894)	0.0110*** (4019)
Employee ratio	2.36e-05 (0.265)	-1.23e-05 (0.136)	-2.30e-05 (0.248)	2.86e-05 (0.314)	-1.59e-06 (0.0171)
Liquidità	0.0148 (0.989)	0.0171 (1121)	0.0175 (1153)	0.0169 (1109)	0.0172 (1134)
Relatedness	0.141** (1977)	0.145** (2034)	0.148** (2071)	0.156** (2189)	0.145** (2019)
Numero di offerenti	0.0885 (0.774)	0.0830 (0.729)	0.0751 (0.648)	0.0877 (0.759)	0.0834 (0.718)
stock	0.390** (2509)	0.389** (2525)	0.407*** (2628)	0.359** (2284)	0.395** (2550)
R&D su ricavi	-0.0541 (1.322)	-0.0550 (1.380)	-0.0571 (1.449)	-0.0564 (1.368)	-0.0573 (1.477)
Intensità del capitale	0.00441 (1257)	0.00450 (1316)	0.00467 (1381)	0.00461 (1303)	0.00468 (1407)
Grado di internazionalizzazione	9.42e-05 (0.735)	5.45e-05 (0.419)	-6.47e-05 (0.461)	3.51e-05 (0.246)	-7.32e-05 (-0.522)
Distanza istituzionale	-0.0676** (2.160)	-0.0610* (1.889)	-0.0685** (2.195)	-0.116*** (3.028)	-0.101** (2.396)
Esperienza specifica per regione		0.00419 (1324)		-0.00995 (1522)	
Esperienza in altre regioni			0.00486** (2067)		0.00167 (0.529)
Esperienza specifica per regione X distanza istituzionale				0.0128** (2342)	
Esperienza passata altre regioni X distanza istituzionale					0.00229 (1599)
Costante	2.068*** (6967)	2.032*** (6676)	2.074*** (6960)	2.128*** (6932)	2.111*** (6953)
Osservazioni	486	486	486	486	486
R-squared	0.126	0.128	0.134	0.137	0.137

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1. I valori tra parentesi fanno riferimento alla deviazione standard.

Conclusioni

L'analisi della letteratura passata ha evidenziato la difficoltà nel comprendere i legami esistenti in ambito di fusioni e acquisizioni tra esperienza e *performance* post-acquisitive in quanto i risultati di diversi studi hanno riscontrato relazioni positive, negative o insignificanti. Questo evidenzia come sia importante capire più nello specifico quali elementi esperienziali possano incidere effettivamente sulle prestazioni delle operazioni di M&A. Per questa ragione uno degli obiettivi della mia tesi consisteva nell'individuare come l'esperienza a livello geografico potesse influenzare le *performance* delle operazioni di fusione e acquisizione internazionali focalizzandosi, per la prima volta nell'ambito della ricerca, sulla distinzione tra esperienza accumulata in una specifica regione e quella ottenuta in altre aree geografiche nell'ambito delle operazioni di M&A. Inoltre, questo elaborato ha contribuito ad una migliore comprensione dell'importanza del contesto in cui avviene l'operazione di fusione e acquisizione in quanto le differenze contestuali, come quelle di tipo istituzionale, hanno un impatto sull'attività transnazionale e sulle relative *performance*.

La mia tesi si è basata sulla premessa che l'apprendimento tramite le operazioni precedenti è suscettibile di avere un'incidenza particolarmente importante sulle *performance* delle fusioni e acquisizioni internazionali. Sulla base della letteratura passata, si è ipotizzato che l'esperienza accumulata da un'impresa in ambito di fusioni e acquisizioni in una specifica area geografica fosse positivamente associata a migliori *performance* post-acquisitive. Questo perché si è ritenuto che l'esperienza accumulata in una determinata area geografica potesse diminuire l'elemento di estraneità tipico delle prime esperienze e potesse inoltre giocare un ruolo importante nell'identificazione di pratiche che consentono all'azienda acquirente di valutare meglio i benefici derivanti dalle sinergie acquisitive. In aggiunta, si è ritenuto che l'esperienza specifica in una regione offrisse vantaggi all'acquirente in termini di un più facile accesso alle risorse locali, di una maggiore conoscenza delle istituzioni locali e del quadro normativo generale del paese come dimostrato, ad esempio, da Kostova e Zaheer (1999). Oltre a ciò si aggiunge il fatto che una maggiore conoscenza delle specificità territoriali da parte dell'impresa fosse uno slancio a successive operazioni di M&A nella regione e che questo portasse ad un accumulo di esperienza in ambito di valutazione delle imprese *target*, delle potenzialità del mercato locale e dell'ottenimento di una maggiore influenza sui diversi *stakeholder* locali. Nonostante queste considerazioni, i risultati della mia analisi empirica non hanno evidenziato una correlazione significativa tra esperienza specifica in una regione e migliori *performance* post-acquisitive. Questo risultato è in contrasto con quello ottenuto, ad

esempio, da Basuil (2015) che ha riscontrato una relazione positiva tra esperienza specifica in una regione e creazione di valore per gli azionisti. Il risultato che ho ottenuto non è dal tutto illogico dato che nell'ambito della ricerca accademica, per quanto riguarda lo studio degli effetti dell'esperienza sulle *performance* delle operazioni di M&A, vi sono diversi autori che non hanno riscontrato un'effettiva correlazione tra le due come nei casi di Zollo e Singh (2004) e Kusewitt (1985).

Sempre con l'obiettivo di analizzare più nel dettaglio quali fattori esperienziali potessero influenzare i risultati economico-finanziari delle operazioni di M&A, per la prima volta ho studiato il potenziale effetto che l'esperienza internazionale in aree geografiche diverse può avere sulle *performance* post-acquisitive. Nella mia tesi ho ipotizzato che l'esperienza accumulata in altre aree geografiche possa comunque avere un impatto positivo sulle *performance*, questo alla luce del fatto che l'esperienza accumulata può essere modellata e applicata in altre circostanze simili anche se non dal tutto identiche come sottolineato, ad esempio, da Cohen e Levinthal (1990). Questa capacità di adattamento a diversi scenari può essere sviluppata solo attraverso l'esperienza passata in molteplici mercati esterni (Collins et al., 2009) in quanto l'impresa possiede competenze per poter comprendere al meglio l'ambiente dell'impresa *target*, le principali criticità della stessa e riuscire a identificare quali vincoli economici e normativi potrebbero influenzare negativamente la riuscita dell'operazione di M&A e le relative prestazioni. Questo è avvalorato dal fatto che le operazioni di fusione e acquisizione condividono fasi come la *due diligence*, la negoziazione con la controparte, la gestione dei rapporti con i diversi *advisor* e l'integrazione aziendale che in molti casi possono essere applicate ad altre operazioni similari con gli opportuni adattamenti (Galavotti et al., 2016). Di conseguenza, l'esperienza accumulata in diversi paesi attraverso le operazioni di M&A permette all'impresa di sfruttare le proprie conoscenze, le proprie competenze e le routine acquisitive in diverse aree geografiche, gestendo al meglio i singoli e specifici vincoli che richiedono maggior attenzione e una valutazione più scrupolosa. L'esperienza accumulata in altre aree geografiche attraverso le operazioni di fusione e acquisizione permette all'impresa acquirente di sapere gestire al meglio le differenze culturali, istituzionali ed economiche in un determinato paese in quanto possiede maggiori competenze nel comprendere e controllare situazioni diverse, sia in ambito aziendale, sia con riferimento ai rapporti con le istituzioni locali e con il sistema di norme del paese ospitante. Il risultato della mia analisi empirica evidenzia una correlazione positiva e statisticamente significativa tra l'esperienza in altre regioni e le *performance* post-acquisitive, confermando così quanto appena discusso. In particolare, tali risultati sono contrastanti con quelli di altre ricerche accademiche in passato svolte. Ad esempio, Sammartino e Osegowitsch (2013) hanno

riscontrato che le imprese che intendono espandersi in regioni non conosciute sono svantaggiate a causa della loro estraneità in tale area geografica mentre Quian et al., (2010) dimostrano che le aziende con una strategia geografica intraregionale ottengono *performance* migliori di quelle con una strategia interregionale. A mio avviso, il risultato di questa analisi potrebbe essere motivato dal fatto che le imprese con maggiore esperienza in ambito di *cross-border* M&A, anche se accumulata in diverse aree geografiche, sono più abili a identificare nei diversi ambienti in cui operano le potenzialità e le minacce, sapendo come gestire tali situazioni in maniera più veloce e semplice rispetto ad imprese che non hanno esperienza o che l'hanno accumulata solo in una specifica area geografica.

Un'importante contributo fornito dalla mia tesi è l'aver valutato l'effetto che la distanza istituzionale può avere sulla relazione tra esperienza intesa a livello geografico e *performance* post-acquisitiva. La letteratura negli ultimi anni ha studiato l'impatto che determinate forme di distanza come ad esempio quella economica, quella geografica e appunto quella istituzionale possono avere sulle operazioni internazionali di fusione e acquisizione. Anche in questo caso le precedenti analisi sull'impatto che le differenze culturali e della distanza hanno sugli esiti delle operazioni di M&A hanno ottenuto risultati ambigui; pertanto con la mia analisi empirica ho voluto comprendere meglio quale fosse l'effettivo impatto che la distanza istituzionale, derivante da diversità nei sistemi normativi e nel funzionamento delle istituzioni, avesse sulla relazione tra esperienza passata in ambito di *cross-border* M&A e relative *performance* post-acquisitive. Il valore aggiunto della mia ricerca sull'impatto che la distanza istituzionale ha sul legame tra *performance* ed esperienza in ambito di M&A internazionali, è dato dal fatto è la prima analisi a distinguere tra esperienza specifica a livello regionale ed esperienza accumulata in altre regioni.

In particolar modo, ho ipotizzato che la distanza istituzionale avesse un impatto negativo sulla relazione esistente tra *performance* ed esperienza specifica per regione in quanto, all'aumentare della distanza istituzionale tra acquirente e impresa *target*, vi può essere un aumento delle pressioni locali dovute, ad esempio, a diversità nei sistemi amministrativi e nelle funzioni della pubblica amministrazione e degli enti governativi. I risultati della mia ricerca hanno evidenziato che la distanza istituzionale ha un impatto negativo sulla relazione esistente tra *performance* post-acquisitiva ed esperienza specifica per regione, avvalorando i risultati di ricerche simili (ad esempio, Ghemawat, 2001) secondo cui la distanza istituzionale ha un impatto negativo sui processi di internazionalizzazione delle imprese. Tale risultato è coerente anche con una ricerca simile svolta da Basuil (2015) che ha dimostrato come le imprese che non possiedono un'esperienza in ambito di M&A in una determinata regione geografica hanno maggiori difficoltà nel superare i vincoli derivanti dalle differenze culturali,

economiche ed istituzionali. Ciò dimostra che quando un'impresa possiede un'esperienza di acquisizione in una specifica regione, essa è in grado di controllare e diminuire l'impatto che la distanza istituzionale può avere sull'operatività locale e sulle successive *performance* dell'operazione di M&A. Lo stesso risultato è stato anche riportato da Datta e Puia (1995) che hanno riscontrato che le operazioni internazionali di M&A caratterizzate da una maggiore distanza istituzionale non portano effetti benefici agli azionisti in termini di creazione di valore.

L'ultima ipotesi che ho formulato è sempre relativa all'effetto moderatore che la distanza istituzionale ha sul legame tra *performance* post-acquisitiva ed esperienza intesa come quella acquisita in ambito internazionale in diverse regioni geografiche rispetto a quella in cui avviene una determinata operazione. Questa mia ipotesi è stata formulata alla luce di altre ricerche accademiche che hanno analizzato, in maniera meno specifica, come le differenze culturali, amministrative ed economiche impattassero sulle *performance* delle operazioni di M&A. In particolare, Ramos (2017) ha riscontrato una diminuzione delle *performance* all'aumentare della distanza culturale, amministrativa ed economica tra il paese dell'impresa *target* e quello dell'acquirente. Anche Dikova et al. (2009) hanno individuato un effetto negativo della distanza istituzionale sulle operazioni di M&A per quanto riguarda la probabilità di concludere un accordo finale. Sempre secondo Dikova et al. (2009), le imprese coinvolte in numerose operazioni di M&A ottengono un vantaggio derivante dall'esperienza accumulata in quanto sono più abili a adattare le routine e le competenze acquisite nelle diverse operazioni. Nonostante queste considerazioni, i risultati della mia ricerca empirica non hanno riscontrato un effetto moderatore della distanza istituzionale sulla relazione tra *performance* post-acquisitiva e l'esperienza accumulata in altre regioni geografiche. Tale risultato non deve essere considerato fuorviante dato che non si è semplicemente ottenuta una sufficiente evidenza a livello statistico per confermare l'ipotesi sopra citata. Inoltre, altre ricerche che hanno analizzato solamente la relazione tra distanza istituzionale e *performance* delle operazioni di M&A hanno rilevato, ad esempio, che all'aumentare della distanza istituzionale tra il paese dell'impresa acquirente e quello dell'impresa *target* le *performance* dell'operazione aumentano (Chakrabarti et al., 2008). Risultati simili alla mia analisi sono stati invece ottenuti da Du e Boateng (2015) che, nell'analizzare l'impatto della distanza istituzionale sulle *performance* di acquirenti cinesi in ambito di M&A, non hanno riscontrato una relazione tra questi due fattori.

Per concludere, l'obiettivo di questo elaborato era quello di analizzare, sotto un altro punto di vista, l'impatto dell'esperienza in ambito di fusioni e acquisizioni internazionali sulle relative *performance*. Il valore aggiunto di questa ricerca, che la rende diversa da tutte le altre

precedentemente svolte, è il fatto di aver distinto l'esperienza in ambito internazionale in due modi: il primo relativo all'esperienza specifica in una regione, il secondo relativo all'esperienza accumulata dall'acquirente in altre aree geografiche. Altro elemento che rende la mia tesi unica e diversa da altre analisi in passato svolte, è il fatto di studiare la triplice relazione esistente tra distanza istituzionale, esperienza in ambito di M&A internazionali e *performance* post-acquisitive, considerando la distanza istituzionale come un elemento moderatore del rapporto esistente tra esperienza acquisitiva e risultati economico-finanziari delle operazioni.

Riferimenti bibliografici

- Adnan, A., Hossain, A. 2016. Impact of M&A Announcement on Acquiring and Target Firm's Stock Price: An Event Analysis Approach. *International Journal of Finance and Accounting*, 5(5), 228-232.
- Aktas, N., de Bodt, E., Bollaert, H., & Roll, R. 2016. CEO narcissism and the takeover process: From private initiation to deal completion. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(1), 113–137.
- Arcangeli, A., Bianchi, F., Rizzi, L., *Come gestire le operazioni di M&A, Specifici rischi operativi, due diligence, contrattualistica*, Ipsoa, Assago, 2012.
- Arlotta, A., Coda Negozio, E., Di Diego, S., Fantoni, M., *PMI e M&A in Italia, una strada sicura per la crescita*, Franco Angeli s.r.l., Milano, 2015, pag. 178.
- Balducci, D., *Cessione e conferimento d'azienda*, 8. Ed, Edizioni Fag, Assago, 2007, pag.60-62.
- Basuil, D. A., & Datta, D. K. 2015. Effects of industry and region specific acquisition experience on value creation in cross-border acquisitions: The moderating role of cultural similarity. *Journal of Management Studies*, 52(6), 766–795.
- Bebchuk, L. A., Cremers, K. M., & Peyer, U. C. 2011. The CEO pay slice. *Journal of Financial Economics*, 102(1), 199–221.
- Bernile, G., Bhagwat, V., & Rau, P. R. 2017. What doesn't kill you will only make you more risk-loving: Early-life disasters and CEO behavior. *The Journal of Finance*, 72(1), 167–206.
- Bettinazzi, E. L., & Zollo, M. 2017. Stakeholder orientation and acquisition performance. *Strategic Management Journal*, 38(12), 2465–2485.
- Biggerstaff, L., Cicero, D. C., & Puckett, A. 2015. Suspect CEOs, unethical culture, and corporate misbehavior. *Journal of Financial Economics*, 117(1), 98–121.
- Boston Consulting Group. 2019. *The 2019 M&A Report, Downturns are a better time for deal hunting*. Boston, MA: Kengelbach, J., Keienburg, G., Bader, M., Degen, D., Sievers, S., Gell, J., Nielsen, J.
- Boyson, N. M., Gantchev, N., & Shivdasani, A. 2017. Activism mergers. *Journal of Financial Economics*, 126(1), 54–73.
- Brouthers, K. D., & Dikova, D. 2010. Acquisitions and real options: The greenfield alternative. *Journal of Management Studies*, 47(6), 1048–1071.
- Buono, A. F., Bowditch, J. L., & Lewis, J. W. 1985. When Cultures Collide: The Anatomy of a Merger. *Human Relations*, 38(5), 477–500.

- Caiazza, R., *Cross-border, Determinanti e fattori critici di successo*, Giappichelli Editore, Torino, 2011, pag. 38-39.
- Cain, M. D., & McKeon, S. B. 2016. CEO personal risktaking and corporate policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(1), 139–164.
- Cartwright, S., Cooper, C. L., *Mergers and Acquisitions: the human factor*, Butterworth Heinemann, Oxford, 1992, pag. 24.
- Celikyurt, U., Sevilir, M., & Shivdasani, A. 2014. Venture capitalists on boards of mature public firms. *The Review of Financial Studies*, 27(1), 56–101.
- Ceradini, C., Rossi, a., Valentini, A., Bendinelli, N., *Fusione e scissione delle società*, Maggiori Editore, Santarcangelo di Romagna, 2008, pag. 19-20.
- Chakrabarti, R., Gupta-Mukherjee, S., & Jayaraman, N. 2008. Mars–Venus marriages: Culture and cross-border M&A. *Journal of International Business Studies*, 40(2), 216–236.
- Chang, S.-J., & Rosenzweig, P. M. 2001. The choice of entry mode in sequential foreign direct investment. *Strategic Management Journal*, 22(8), 747–776.
- Chao, M. C.-H., & Kumar, V. 2010. The impact of institutional distance on the international diversity–performance relationship. *Journal of World Business*, 45(1), 93–103.
- Chatterjee, A., & Hambrick, D. C. 2007. It’s all about me: Narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance. *Administrative Science Quarterly*, 52(3), 351–386.
- Chatterjee, A., & Hambrick, D. C. 2011. Executive personality, capability cues, and risk taking: How narcissistic CEOs react to their successes and stumbles. *Administrative Science Quarterly*, 56(2), 202–237.
- Chen, G., Crossland, C., & Huang, S. 2016. Female board representation and corporate acquisition intensity. *Strategic Management Journal*, 37(2), 303–313.
- Cho, S. Y., Arthurs, J. D., Townsend, D. M., Miller, D. R., & Barden, J. Q. 2016. Performance deviations and acquisition premiums: The impact of CEO celebrity on managerial risk-taking. *Strategic Management Journal*, 37(13), 2677–2694.
- Cohen, W. M., & Levinthal, D. A. 1990. Absorptive Capacity: A New Perspective on Learning and Innovation. *Administrative Science Quarterly*, 35(1), 128.
- Collins, J. D., Holcomb, T. R., Certo, S. T., Hitt, M. A., & Lester, R. H. 2009. Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Business Research*, 62(12), 1329–1334.
- Conca, V., *Le acquisizioni, valutare e gestire i processi di crescita*, 3. Ed, Egea, Milano, 2010, pag. 48.
- Custódio, C., & Metzger, D. 2013. How do CEOs matter? The effect of industry expertise on acquisition returns. *The Review of Financial Studies*, 26(8), 2008–2047.

- Datta, D. K., Musteen, M., & Herrmann, P. 2009. Board characteristics, managerial incentives, and the choice between foreign acquisitions and international joint ventures. *Journal of Management*, 35(4), 928–953.
- Deepak, K. D., Puia, G. 1995. Cross-Border Acquisitions: An Examination of the Influence of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Creation in U.S. Acquiring Firms. *Management International Review*, 35(4), 337-359.
- Devers, C., Wuorinen, S., McNamara, G., Haleblan, J., Gee, I., & Kim, J. 2020. An integrative review of the emerging behavioral acquisition literature: charting the next decade of research. *Academy of management annals*, 14(2), 869-907.
- Dikova, D., Sahib, P. R., & van Witteloostuijn, A. 2009. Cross-border acquisition abandonment and completion: The effect of institutional differences and organizational learning in the international business service industry, 1981–2001. *Journal of International Business Studies*, 41(2), 223–245.
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. 1983. The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147.
- Du, M., & Boateng, A. 2015. State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms. *International Business Review*, 24(3), 430–442.
- Duchin, R., & Schmidt, B. 2013. Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring, and bad acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 107(1), 69–88.
- Eden, L., & Miller, S. R. 2004. Distance matters: liability of foreignness, institutional distance and ownership strategy. *Theories of the Multinational Enterprise: Diversity, Complexity and Relevance*, (Advances in International Management, Vol. 16), Emerald Group Publishing Limited, Bingley, pp. 187-221.
- Ellis, K. M., Reus, T. H., & Lamont, B. T. 2009. The effects of procedural and informational justice in the integration of related acquisitions. *Strategic Management Journal*, 30(2), 137–161.
- Fich, E. M., Harford, J., & Tran, A. L. 2015. Motivated monitors: The importance of institutional investors' portfolio weights. *Journal of Financial Economics*, 118(1), 21–48.
- Fowler, K. L., & Schmidt, D. R. 1989. Determinants of tender offer post-acquisition financial performance. *Strategic Management Journal*, 10(4), 339–350.
- Galavotti, I., Cerrato, D., & Depperu, D. 2016. Experience and Cross-Border Acquisitions: An Organizational Learning Perspective. *European Management Review*, 14(2), 119–131.
- Gamache, D. L., McNamara, G., Mannor, M. J., & Johnson, R. E. 2015. Motivated to acquire? The impact of CEO regulatory focus on firm acquisitions. *Academy of Management Journal*, 58(4), 1261–1282.

- Gaughan, P.A., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, 4. Ed, John Wiley & Sons, Inc., pag.29-30.
- Ghemawat, P. 2001 Distance still Matters. The hard reality of global expansion. *Harvard Business Review*, 79, (8) pp. 137-147.
- Gomez-Mejia, L. R., Patel, P. C., & Zellweger, T. M. 2018. In the horns of the dilemma: Socioemotional wealth, financial wealth, and acquisitions in family firms. *Journal of Management*, 44(4), 1369–1397.
- Goodman, T. H., Neamtiu, M., Shroff, N., & White, H. D. 2014. Management forecast quality and capital investment decisions. *The Accounting Review*, 89(1), 331–365.
- Gormley, T. A., Matsa, D. A., & Milbourn, T. 2013. CEO compensation and corporate risk: Evidence from a natural experiment. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2–3), 79–101.
- Haleblian, J., & Finkelstein, S. 1999. The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective. *Administrative Science Quarterly*, 44(1), 29.
- Haleblian, J. (John), Kim, J. (Jay), & Rajagopalan, N. 2006. The Influence of Acquisition Experience and Performance on Acquisition Behavior: Evidence From the U.S. Commercial Banking Industry. *Academy of Management Journal*, 49(2), 357–370.
- Haleblian, J., McNamara, G., Kolev, K., & Dykes, B. J. 2012. Exploring firm characteristics that differentiate leaders from followers in industry merger waves: A competitive dynamics perspective. *Strategic Management Journal*, 33(9), 1037–1052.
- Harford, J., & Schonlau, R. J. 2013. Does the director labor market offer ex post settling-up for CEOs? The case of acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 110(1), 18–36.
- Harp, N. L., & Barnes, B. G. 2018. Internal control weaknesses and acquisition performance. *The Accounting Review*, 93(1), 235–258.
- Haspeslagh, P.C., Jemison, D.B., *La gestione delle acquisizioni. Successi e insuccessi nel rinnovamento delle imprese*, Etas, Milano, 1992.
- Hayward, M. L. A. 2002. When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990 to 1995. *Strategic Management Journal*, 23(1), 21–39.
- Hitt, M. A., Harrison J. S., Duane Ireland R., *Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders*, Oxford University Press, 2001, pag. 244.
- Hooke, J. C., *M&A, A practical guide to doing deal*, 2. Ed, Wiley, Hoboken, 2015.
- J. P. Morgan. 2019. *Global M&A Outlook, Unlocking value in a dynamic market*. New York City, NY.
- J. P. Morgan. 2020. *Global M&A Outlook, Navigating a period of uncertainty*. New York City, NY.

- Kaul, A. 2012. Technology and corporate scope: Firm and rival innovation as antecedents of corporate transactions. *Strategic Management Journal*, 33(4), 347–367.
- Kaul, A., Nary, P., & Singh, H. 2018. Who does private equity buy? Evidence on the role of private equity from buyouts of divested businesses. *Strategic Management Journal*, 39(5), 1268–1298.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. 2011. The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues. *Hague Journal on the Rule of Law*, 3(02), 220–246.
- Kempf, E., Manconi, A., & Spalt, O. 2017. Distracted shareholders and corporate actions. *The Review of Financial Studies*, 30(5), 1660–1695.
- Kengelbach, D. J., Klemmer, D. C., Schwetzler, B., & Sperling, M. O. 2012. An Anatomy of Serial Acquirers, M&A Learning, and the Role of Post-Merger Integration. *SSRN Electronic Journal*.
- Kim, J. Y., Halebian, J., & Finkelstein, S. 2011. When firms are desperate to grow via acquisition: The effect of growth patterns and acquisition experience on acquisition premiums. *Administrative Science Quarterly*, 56(1), 26–60.
- Kogut, B., & Singh, H. 1988. The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode. *Journal of International Business Studies*, 19(3), 411–432.
- Kolasinski, A. C., & Li, X. 2013. Can strong boards and trading their own firm's stock help CEOs make better decisions? Evidence from acquisitions by overconfident CEOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(4), 1173–1206.
- Kostova, T., & Zaheer, S. 1999. Organizational Legitimacy under Conditions of Complexity: The Case of the Multinational Enterprise. *The Academy of Management Review*, 24(1), 64.
- Kravet, T. D. 2014. Accounting conservatism and managerial risk-taking: Corporate acquisitions. *Journal of Accounting and Economics*, 57(2), 218–240.
- Kusewitt, J. B. 1985. An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance. *Strategic Management Journal*, 6(2), 151–169.
- Lander, M.W., & Kooning, L. 2013. Boarding the aircraft: Trust development amongst negotiators of a complex merger. *Journal of Management Studies*, 50(1), 1–30.
- Levitt, B., & March, J. G. 1988. Organizational Learning. *Annual Review of Sociology*, 14(1), 319–338.
- Lin, C., Officer, M. S., & Shen, B. 2018. Managerial risktaking incentives and merger decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(2), 643–680.
- Lien, Y.-C., & Li, S. 2013. Does diversification add firm value in emerging economies? Effect of corporate governance. *Journal of Business Research*, 66(12), 2425–2430.

- Maguire, S., & Phillips, N. 2008. 'Citibankers' at citigroup: A study of the loss of institutional trust after a merger. *Journal of Management Studies*, 45(2), 372–401.
- Malhotra, S., Reus, T. H., Zhu, P., & Roelofsen, E. M. 2018. The acquisitive nature of extraverted CEOs. *Administrative Science Quarterly*, 63(2), 370–408.
- Massa, M., & Zhang, L. 2009. Cosmetic mergers: The effect of style investing on the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 93(3), 400–427.
- Masulis, R. W., & Simsir, S. A. 2018. Deal initiation in mergers and acquisitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(6), 2389–2430.
- Miles, L., Varma, S. 2015. Overcoming Synergy Odds in a Merger. *The Jakarta Post* [online], 28 Gennaio. Disponibile su <<https://www.thejakartapost.com/news/2015/01/28/overcoming-synergy-odds-a-merger.html>> [Data di accesso: 14/11/2020].
- Morresi O., Pezzi A., *Cross-border Mergers and Acquisitions: Theory and Empirical Evidence*, Palgrave Macmillan, 2015, pag. 238.
- Nadolska, A., & Barkema, H. G. 2014. Good learners: How top management teams affect the success and frequency of acquisitions. *Strategic Management Journal*, 35(10), 1483–1507.
- Offenberg, D., Straska, M., & Waller, H. G. 2014. Who gains from buying bad bidders? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(2), 513–540.
- Onesti, T., Angiola, N., Bianchi, Martini, S., Garzella, S., Muserra, A.M., *Strategie di sviluppo, aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore*, Franco Angeli, 2012 ,pag. 263.
- Potito, L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli Editore, Torino, 2016, pag. 44-45.
- Qian, G., Khoury, T. A., Peng, M. W., & Qian, Z. 2010. The performance implications of intra- and inter-regional geographic diversification. *Strategic Management Journal*, 31, 1018-1030.
- Ramos, A., 2017. *Measuring the impact of experience on the relation between distance and M&A performance*. A Work Project, presented as part of the requirements for the Award of a Master Degree in Management from the NOVA – School of Business and Economics.
- Reed, S. F., Reed Lajoux, A., Nesvold, H.P., *The art of M&A, a Merger Acquisition buyout guide*, McGraw-Hill, New York, 2007.
- Reuer, J. J., & Ragozzino, R. 2012. The choice between joint ventures and acquisitions: Insights from signalling theory. *Organization Science*, 23(4), 1175–1190.
- Rossi, S., & Volpin, P. F. 2004. Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277–304.

- Salvi, A., *M&A. Crescita esterna e creazione di valore: terzo rapporto annuale*, Egea, Milano, 2015, pag. 15.
- Sammartino, A., & Osegowitsch, T. 2013. Dissecting home regionalization: how large does the region loom? *Multinational Business Review*, 21(1), 45–64.
- Sanders, W. G., & Hambrick, D. C. 2007. Swinging for the fences: The effects of CEO stock options on company risk taking and performance. *Academy of Management Journal*, 50(5), 1055–1078.
- Satta, G., *Strategie di crescita mediante acquisizioni nelle imprese high tech*, Giappichelli Editore, Torino, 2017, pag. 96.
- Scott, C. W., *Cross-border mergers and acquisitions*, John Wiley & Sons Inc., 2016, pag. 440.
- Scott, W. R. 1995. Institutions and Organizations. Ideas, Interests and Identities. *M@n@gement*, 17(2), 136-140.
- Seo, J., Gamache, D. L., Devers, C. E., & Carpenter, M. A. 2015. The role of CEO relative standing in acquisition behavior and CEO pay. *Strategic Management Journal*, 36(12), 1877–1894.
- Straub, T., *Reason for frequent failure in Mergers and Acquisitions, A comprehensive Analysis*, Duv gabler edition wissenschaft, 2007, pag. 35.
- Tartaglia, E., *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell'acquirente nel processo di M&A*, Maggiori Editore, Santarcangelo di Romagna, 2014, pagg.14-15.
- Thanos, I. C., & Papadakis, V. M. 2012. The Use of Accounting-Based Measures in Measuring M&A Performance: A Review of Five Decades of Research. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 103–120.
- Thorsten, F., *End-to-End M&A Process Design, Resilient business model Innovation*, Springer Gabler, Wiesbaden, 2020, pag. 67.
- Trichterborn, A., Zu Knyphausen-Aufseß, D., & Schweizer, L. 2015. How to improve acquisition performance: The role of a dedicated M&A function, M&A learning process, and M&A capability. *Strategic Management Journal*, 37(4), 763–773.
- Vaara, E., Sarala, R., Stahl, G. K., & Björkman, I. 2012. The impact of organizational and national cultural differences on social conflict and knowledge transfer in international acquisitions. *Journal of Management Studies*, 49(1), 1–27.
- Vahlne, J.-E., Schweizer, R., & Johanson, J. 2012. Overcoming the Liability of Outsidership—The Challenge of HQ of the Global Firm. *Journal of International Management*, 18(3), 224–232.
- Vasudeva, G., Nachum, L., & Say, G. D. 2018. A signalling theory of institutional activism: How Norway's sovereign wealth fund investments affect firms' foreign acquisitions. *Academy of Management Journal*, 61(4), 1583–1611.

- Vuori, N., Vuori, T. O., & Huy, Q. N. 2018. Emotional practices: How masking negative emotions impacts the post-acquisition integration process. *Strategic Management Journal*, 39(3), 859–893.
- Walter, G.A., Barney, J.B, *Management objectives in mergers and acquisitions*, Strategic Management Journal, vol. 11, pag.79-86.
- Yang, M., & Hyland, M. 2006. Who Do Firms Imitate? A Multilevel Approach to Examining Sources of Imitation in the Choice of Mergers and Acquisitions. *Journal of Management*, 32(3), 381–399.
- Yim, S. 2013. The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior. *Journal of Financial Economics*, 08(1), 250–273.
- Zollo, M. 2009. Superstitious learning with rare strategic decisions: Theory and evidence from corporate acquisitions. *Organization Science*, 20(5), 894–908.
- Zollo, M., & Singh, H. 2004. Deliberate learning in corporate acquisitions: post-acquisition strategies and integration capability in U.S. bank mergers. *Strategic Management Journal*, 25(13), 1233–1256.