



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale in
Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

L'impatto delle differenze culturali sulla performance aziendale post-acquisizione

Relatore

Prof. Marco Fasan

Laureanda/o

Gianluca Buso

Matricola

853398

Anno Accademico

2019 / 2020

Sommario

INTRODUZIONE, OBIETTIVO E MOTIVAZIONI DELLA RICERCA	1
CAPITOLO 1. ANALISI DELLA LETTERATURA NELL'AMBITO M&A	4
1.1. SVILUPPO DELLA LETTERATURA NELL'AMBITO M&A	7
1.2. PANORAMICA GENERALE DELLA LETTERATURA PASSATA IN AMBITO M&A	13
1.3. IL CONTRIBUTO DELLE RICERCHE M&A NELLA PRASSI	21
1.4. LE CRITICITÀ DELLE OPERAZIONI DI M&A	25
1.5. LE OPPORTUNITÀ DELLE OPERAZIONI DI M&A	33
1.6. COLLOCAZIONE DELLA PRESENTE RICERCA NELLA LETTERATURA ATTUALE	41
CAPITOLO 2. LE IPOTESI DI RICERCA	44
CAPITOLO 3. LA METODOLOGIA ADOTTATA NELLA RICERCA	52
3.1. IL CAMPIONE	54
3.2. VARIABILI UTILIZZATE	62
3.3. DESCRIZIONE DELLE VARIABILI	64
3.4. L'ANALISI EMPIRICA	70
3.5. STATISTICA DESCRITTIVA	74
CAPITOLO 4. RISULTATI OTTENUTI E DISCUSSIONE	79
4.1. DISCUSSIONE DEI RISULTATI	118
4.2. LIMITI DELLA RICERCA	125
CONCLUSIONE, RIFLESSIONE DI SINTESI E SVILUPPI FUTURI	128
BIBLIOGRAFIA	136

Introduzione, obiettivo e motivazioni della ricerca

Durante le ultime tre decadi vi è stato un crescente aumento delle pubblicazioni scientifiche riguardanti il complesso ambito aziendale delle operazioni di Mergers and Acquisitions (M&A). Queste operazioni rappresentano da sempre un ottimo strumento a disposizione delle imprese per avviare processi di crescita e creare valore aggiunto, in particolare per gli azionisti delle stesse.

Questo strumento di crescita rientra secondo la ragioneria nel novero delle operazioni di definite come “straordinarie”, anche se di fatto negli ultimi anni hanno progressivamente abbandonato un po’ i connotati di “straordinarietà” e assunto sempre maggiore rilevanza all’interno della pianificazione strategica ordinaria delle aziende, diventando in questo modo uno strumento sempre più comune per ottenere degli obiettivi di crescita rapida.

Le operazioni M&A rappresentano uno strumento di crescita esterna, la quale si palesa sempre più frequentemente come l’unica strada in grado di consentire un reale sviluppo tanto qualitativo quanto quantitativo che ha come scopo ultimo l’incremento della quota di mercato per le aziende che decidono di adottare tale strumento.

Quest’ultima affermazione risulta essere vera per quel che riguarda tutti quei settori maturi, oppure addirittura saturi, caratterizzati tendenzialmente da una domanda stagnante e un’offerta che tende a superare le capacità di assorbimento del mercato.

Infatti, per questi ultimi settori l’alternativa migliore per crescere e continuare ad essere competitivi è senza dubbio quella di acquisire direttamente market shares detenute dai competitors.

Tuttavia, nonostante il fenomeno delle operazioni di acquisizione, visti i motivi sopra riportati, abbia subito di recente un netto incremento, alcuni studi, riguardanti la letteratura passata appartenenti a tale ambito, hanno osservato come queste operazioni abbiano una relativamente scarsa probabilità di ottenere una creazione di valore in linea con le aspettative imposte precedentemente al realizzo di tale operazione.

Questo fenomeno risulta particolarmente critico poiché, essendo le operazioni di acquisizione molto complesse sia sul piano contabile che giuridico, tendenzialmente, le società che le

portano a compimento attendono, con discreta sicurezza, un'importante crescita di valore nel corso degli esercizi successivi al suo completamento.

Dunque, molti lavori appartenenti alla letteratura passata, al fine di indagare il motivo di questa scarsa probabilità di ottenere del valore aggiunto dal completamento di un'operazione di acquisizione, hanno migliorato il loro metodo d'analisi aumentando lo spettro delle variabili considerate, limitandosi, tuttavia, solamente a variabili di tipo economico o finanziario (King et al. 2004), senza riuscire ad individuare un fattore in grado di giustificare in maniera significativa questi problemi di creazione del valore delle operazioni M&A.

Per questa ragione altri lavori hanno aperto le loro analisi alla possibilità di includere anche delle variabili dalla natura non prettamente economica, considerando, in alcuni casi, degli elementi provenienti da altri ambiti di ricerca, come, ad esempio, quello sociale e comportamentale.

Sulla scia di questo nuovo filone che apre il proprio metodo di ricerca anche a variabili di natura differente, il presente lavoro si pone l'obiettivo di indagare l'esistenza di effettivi problemi ad ottenere un miglioramento del rendimento contabile, attraverso l'analisi dell'impatto che il fattore di natura non economica delle differenze culturali, esistenti tra la società acquirente e quella individuata come target dell'operazione, potrebbe avere sulla performance.

Ciò che caratterizza la nostra società moderna rispetto a quella di qualche decennio fa, quando è iniziato il flusso di ricerche nei confronti delle operazioni M&A, risulta essere una sempre più forte propensione alla globalizzazione, ovvero quel fenomeno causato dall'intensificazione degli scambi economico-commerciali e degli investimenti internazionali su scala mondiale che, nei decenni tra il ventesimo e ventunesimo secolo, sono cresciuti più rapidamente dell'economia globale nel suo complesso, con la conseguenza di una tendenzialmente sempre maggiore interdipendenza delle economie nazionali, che ha portato anche a interdipendenze sociali, culturali, politiche, tecnologiche e sanitarie i cui effetti positivi e negativi hanno una rilevanza planetaria, unendo il commercio, le culture, i costumi, il pensiero e beni culturali.

quest'ultimo fenomeno ha portato, di conseguenza, allo sviluppo di nuove aree geografiche al di fuori dei paesi appartenenti ad una cultura di stampo occidentale, come potrebbero essere paesi del continente europeo oppure al Nord America.

Dunque, grazie a questa tendenza molti altri paesi, appartenenti ad altri continenti e con un retaggio culturale molto diverso d quello di stampo occidentale, hanno contribuito a formare un mercato sempre più globale ed allargato rispetto al passato.

Questa nuova condizione, oltre a favorire uno sviluppo sempre maggiore di paesi precedentemente ritenuti "poveri", ha fatto in modo che le società con sufficiente liquidità potessero optare, con sempre maggiore frequenza, per operazioni di acquisizione di altre aziende target appartenenti a paesi diversi, rendendo dunque sempre più frequenti operazioni M&A di tipo cross-border.

Nonostante il fenomeno crescente della globalizzazione abbia portato allo sviluppo di molti paesi, formando in questo modo un mercato globale sempre più vasto, non cambia il fatto che i paesi che ottengono le risorse per affacciarsi a questo mercato globale continuano a mantenere una loro particolare identità e retaggio culturale, i quali potrebbero potenzialmente influenzare le scelte aziendali e organizzative delle società appartenenti a quel determinato contesto.

Dunque, quest'ultima considerazione, insieme al fatto che molti lavori appartenenti alla letteratura passata consideravano all'interno del loro ventaglio d'analisi solamente variabili di natura economica, ha motivato il presente lavoro a perseguire il già precedentemente dichiarato obiettivo di analisi dell'impatto che un fattore, basato sul divario culturale tra società acquirente e azienda target, possa avere a livello di performance contabile nell'arco temporale successivo al completamento di un'operazione M&A.

Capitolo 1. Analisi della letteratura nell'ambito M&A

Durante le ultime tre decadi si è innescato un meccanismo che ha portato ad una crescente quantità di studi e lavori di ricerca riguardanti la tematica delle operazioni M&A, fra imprese target e imprese acquirenti, appartenenti allo stesso paese oppure a paesi differenti sia dal punto di vista geografico che dal punto di vista sociale e culturale (chiamate nello specifico ambito M&A operazioni "cross-border"), e il relativo risvolto sul piano della performance contabile della società che ha concluso tale operazione.

Questa tematica, infatti, durante gli ultimi decenni, ha ricoperto un ruolo di primo piano per quel che riguarda la letteratura appartenente alla materia della ragioneria e dell'economia aziendale, sia a livello italiano ma soprattutto a livello internazionale.

La maggiore fetta del materiale letterario riguardante l'ambito delle, così definite in ragioneria, operazioni straordinarie appartiene alla cultura anglosassone, poiché la maggior parte delle operazioni M&A concluse al termine di un esercizio riguardano società americane. Questo fenomeno è probabilmente dovuto al fatto che, solitamente, per poter portare a termine un'operazione M&A in cui una società acquisisce il controllo di un'altra azienda è necessario che la società protagonista di tale acquisizione sia di grandi dimensioni, economicamente parlando, e di conseguenza possa disporre della liquidità necessaria.

Dunque, è possibile che il motivo per cui la letteratura passata riguardante l'ambito M&A contenga più materiale riguardante società americane piuttosto che aziende italiane, o generalmente europee, sia riconducibile alla diversa tradizione aziendale, tra paesi anglosassoni e paesi del bacino del mediterraneo, che si è sviluppata nel corso del tempo.

Infatti, nel corso della storia che ha portato allo sviluppo delle concezioni governance e management delle aziende che abbiamo anche ai giorni nostri, nella zona europea si sono formati almeno due filoni, appartenenti ad aree diverse del vecchio continente, che vedono la struttura aziendale in maniera differente.

In primo filone che vede le sue origini nei paesi del Nord Europa, e in particolare in Inghilterra, è rappresentato dal capitalismo anglosassone, quest'ultimo è caratterizzato solitamente da:

- Un azionariato diffuso
- Una forte enfasi sul “market for corporate governance”, vale a dire un controllo esterno sull'operato del management che ha la funzione di allocare il controllo di un'impresa a coloro che hanno le maggiori capacità e interesse per aumentarne il valore.
- Una forte attenzione alla corporate governance e ai principi contabili.

In questo tipo di concezione aziendale, dunque, esiste molto spesso una netta separazione tra proprietà dell'azienda e governo di essa.

Il secondo filone ad essersi sviluppato nel corso della storia vede le sue radici, principalmente, nelle zone a ridosso del bacino del mediterraneo, ma anche in altri paesi locati più a nord come il Belgio. Questo particolare filone è definito capitalismo Latino ed è caratterizzato solitamente da:

- Dalla presenza di un azionista di controllo, normalmente rappresentato da una famiglia che ha dato origine all'azienda stessa, oppure in molti casi dallo Stato stesso.
- Forti legami con le imprese del territorio.
- Uno scarso ruolo nel mercato dei capitali.

Queste peculiarità del capitalismo Latino, tipico anche delle aziende italiane, lo portano ad avere delle chiare criticità, come maggiore difficoltà ad attrarre investimenti, oppure una forte difficoltà ad attuare dei passaggi generazionali e una tendenza alla sottocapitalizzazione.

Dunque, proprio per queste particolarità appena descritte che a livello storico hanno portato alla nascita di due diversi filoni di pensiero che descrivono l'azienda a livello di governance, la letteratura che nelle ultime tre decadi ha posto il proprio focus di ricerca sull'ambito delle operazioni M&A ha dovuto, per poter ottenere un campione sufficientemente significativo di aziende in grado di portare a termine con successo una tale operazione, comprendere nella ricerca una maggioranza di aziende appartenenti alla cultura anglosassone, ed in particolare

società Americane. Questo fenomeno, tuttavia ha portato le ricerche appartenenti alla letteratura passata ad adeguarsi allo studio di operazioni che avvenivano solamente all'interno dei confini nazionali degli Stati Uniti d'America, ignorando inizialmente altri fattori che, anche se hanno apparentemente meno relazioni con l'ambito economico, potevano essere utili alla ricerca delle motivazioni che portano le operazioni di acquisizione ad essere tutt'altro che uno strumento sicuro.

Per ciò, come verrà approfondito nei capitoli successivi, anche questa tesi, sulla scia di quanto fatto dalla letteratura passata appartenenti all'ambito delle operazioni M&A, ha adattato il proprio campione statistico di ricerca orientandosi verso aziende, per la maggior parte, locate negli Stati Uniti d'America, quindi più propense al capitalismo di tipo Anglosassone, proprio per poter disporre di sufficienti dati per portare a termine nelle migliori condizioni possibili la ricerca. Tuttavia, per poter conferire al campione statistico preso in analisi una dimensione e una composizione in grado di valutare significativamente il fattore chiave delle differenze culturali, la presente tesi ha considerato, oltre alle già citate società Americane, anche molte società Europee e alcune società locate in altre parti del mondo, come ad esempio società operanti nel continente asiatico o africano.

1.1. Sviluppo della letteratura nell'ambito M&A

Un'operazione di acquisizione è, nell'ambito della ragioneria e della contabilità, considerata come un'operazione molto articolata, tanto che viene solitamente definita come un'operazione straordinaria, proprio per la sua complessità sia sul piano contabile che giuridico ma anche per il fatto che queste operazioni vengono, tendenzialmente, eseguite di rado, sono difficilmente ripetibili e vengono portate a termine da aziende che possono vantare sufficiente organizzazione aziendale e sufficiente liquidità per eseguirle con successo, vale a dire apportando ea tutti gli effetti i vantaggi auspicati come obiettivo prima di eseguire l'acquisizione.

In generale, per decidere di portare a termine un'operazione tanto complessa e macchinosa, esistono numerose motivazioni, anche se tendenzialmente nella maggior parte dei casi la ragione trainante riguarda la creazione di valore aziendale.

Tuttavia, come evidenziano molti studi riguardanti quest'ambito di ricerca le probabilità che un'operazione M&A porti ad un effettivo aumento del valore aziendale e ad un'effettiva miglior performance aziendale anche sul piano contabile non sono per niente rassicuranti.

Nel tentativo di dare una spiegazione a questa scarsa probabilità di successo che caratterizza le operazioni di acquisizione, le quali, per loro natura, dovrebbero in linea teorica portare ad una maggiore crescita aziendale, a migliorare la performance negli esercizi successivi al completamento dell'operazione e in generale dovrebbero creare maggiore valore per le aziende che l'hanno portata a conclusione, i ricercatori prendono in considerazioni diverse variabili economiche, anche se all'inizio i lavori di ricerca avevano la tendenza a focalizzarsi, essendo un'operazione aziendale, su variabili di stampo e di natura puramente economica.

Ad esempio, il lavoro di Haspeslagh e Jemison classifica i vari contributi, relativi ad un profilo meramente di stampo economico, della letteratura accademica di tale ambito in tre differenti categorie:

- **strategic management:** appartengono a questo approccio due filoni distinti. Il primo riguarda i driver strategici delle acquisizioni, ovvero sinergie, il ritmo di espansione, la competitività, il posizionamento sul mercato, benefici fiscali etc. Il secondo filone si concentra non tanto sui driver dell'operazione quanto piuttosto sulla valutazione strategica dello stesso e sui relativi fattori di successo;
- **organizational theory:** questi studi si concentrano maggiormente sugli impatti delle operazioni di acquisizione sul capitale umano e sulla struttura organizzativa delle società partecipanti all'operazione. Come vedremo, l'effettiva integrazione delle organizzazioni, dei sistemi informativi e degli incentivi è una delle fasi più sfidanti di tutto il processo di acquisizione;
- **capital market school:** questo approccio assume l'efficienza dei mercati ed interpreta le operazioni di acquisizione principalmente come un meccanismo per riallocare efficientemente le risorse sul mercato.

In ogni caso, l'elemento cardine che si evidenzia in molti degli studi iniziali appartenenti alla letteratura riguardante le operazioni M&A è il fatto che non emerge in maniera chiara ed evidente un fattore o una variabile che comporta il successo oppure l'insuccesso dell'operazione, lasciando ancora i professionisti che operano in tale settore senza risposte definite su come ottenere una maggiore probabilità di successo nello svolgimento di queste operazioni.

Le operazioni M&A sono, infatti, operazioni che, a livello puramente teorico, dovrebbero permettere una crescita rapida e un sicuro miglioramento della performance contabile alla società che porta a termine quest'operazione straordinaria con successo.

Tuttavia, emerge chiaramente dagli studi del passato che questo successo, a livello di performance contabile, è tutt'altro che sicuro, infatti non sempre le società che concludono un'operazione di acquisizione aziendale riscontrano un concreto aumento della loro prestazione contabile negli esercizi successivi.

Questo problema potrebbe essere dovuto al fatto che le operazioni straordinarie, di cui l'acquisizione fa parte, sono operazioni molto complesse sia sul piano giuridico che organizzativo ma soprattutto sul piano contabile, che è il piano oggetto dell'analisi degli studi della letteratura passata qui considerati e di questa stessa tesi.

Proprio in relazione al fatto che non sempre un'operazione di acquisizione aziendale porta a dei miglioramenti, e più nello specifico non porta sempre a miglioramenti del rendimento contabile, lo studio di King et al. del 2004, costruito basandosi su una meta-analisi di oltre 93 articoli appartenenti alla letteratura dell'ambito M&A, ha riscontrato che nessuna delle più comuni variabili utilizzate in tali studi, come ad esempio il grado di differenziazione tra acquirente e acquisito, il metodo di pagamento, l'esperienza ottenuta dall'acquisizione, è significativa allo scopo di prevedere l'andamento della performance contabile negli esercizi successivi alla conclusione dell'operazione di acquisizione aziendale.

Inoltre, questa meta analisi ha rilevato che nonostante per gli shareholders della società target vi sia un'apparente creazione di valore post acquisizione, non ci sono concrete e significative evidenze che ciò accada anche per gli shareholders della società promotrice dell'operazione di acquisizione e questo fenomeno potrebbe essere dovuto al fatto che spesso ciò che manca alle operazioni di acquisizione è una vera e propria fase di integrazione tra le abitudini organizzative e culturali della società acquirente con quelle della società target dell'operazione.

Nel complesso i risultati ottenuti dalla meta-analisi del lavoro di King et al. del 2004, il quale si è proposto di revisionare e comparare molti lavori appartenenti alla letteratura precedente, consiste nel fatto che un fattore che potrebbe impedire la creazione di valore e quindi, di conseguenza, una migliore prestazione contabile nell'arco temporale successivo alla conclusione dell'acquisizione potrebbe risiedere nella, non scontata, capacità delle aziende protagoniste dell'operazione M&A di riuscire a creare delle solide sinergie tra di loro, tali da integrare al meglio i processi organizzativi dell'azienda bidder dell'operazione con quelli dell'azienda individuata come target.

Lo studio di King et al. 2004 conclude l'analisi affermando che nonostante negli ultimi decenni della ricerca nell'ambito M&A, numerosi studi e ricerche, si siano focalizzate nel cercare di individuare i fattori chiave in grado di garantire una performance contabile migliorata negli esercizi successivi all'acquisizione, ciò che potrebbe impattare sulla capacità di creare valore e sulla performance nel periodo successivo all' acquisizione dell'azienda target rimane tutt'oggi sconosciuta.

Durante queste ultime tre decadi durante le quali ha preso forma la ricerca nell'ambito delle operazioni di Mergers & Acquisitions, la maggior parte dei lavori, sviluppati con l'intento di identificare i fattori che portano al successo a livello di rendimento contabile post-acquisizione, ha posto il focus della ricerca su fattori e variabili di ambito finanziario.

Negli ultimi anni di ricerca invece, sempre all'interno della letteratura dell'ambito M&A si è sviluppato un altro filone di ricerca alternativo che, sempre con l'obiettivo di determinare quale variabile rende possibile la creazione di valore negli esercizi successivi all'acquisizione, ha posto il focus della ricerca su aspetti differenti da quello finanziario, come ad esempio il fattore delle risorse umane della società e della loro cultura di appartenenza e dalle loro abitudini organizzative dovute alla differente cultura.

Sostanzialmente questo filone secondario, differentemente dalla prima classica corrente di pensiero che incentrava i propri sforzi di ricerca su variabili economiche come discriminanti del successo delle operazioni di Mergers and acquisitions, questa pone maggiore attenzione, più che alle possibili variabili di natura contabile o finanziaria, alle differenze culturali come possibile aspetto cardine per ottenere una maggiore sinergia tra le aziende protagoniste dell'operazione di acquisizione, e dunque ottenere dall'operazione straordinaria, con ragionevole probabilità, una creazione di valore che si rispecchia in una migliore performance contabile nel lungo periodo.

La tesi proposta da questa seconda corrente di pensiero che si è sviluppata, posteriormente, tra gli studiosi e ricercatori dell'ambito delle operazioni di acquisizione trova validità in un altro lavoro di ricerca, che ha revisionato e offerto una panoramica generale delle ultime tre decadi di ricerca nell'ambito delle operazioni di Mergers and Acquisitions, vale a dire quello di Cartwright e Schoenberg del 2006.

Nel loro lavoro, infatti, gli studiosi affermano che, dall'analisi degli ultimi trent'anni di ricerca nell'ambito M&A, si possono individuare alcuni flussi di ricerca maggiormente focalizzati sull'ambito strategico dell'operazione e sul problema della creazione di sinergie organizzative durante il processo di acquisizione tra l'azienda bidder e quella target dell'operazione, utilizzando sostanzialmente variabili e parametri di confronto relativi alla sfera economica.

Tuttavia, dal progressivo sviluppo di questo primo flusso di ricerca, emerge che i fattori chiave che possono portare a raggiungere l'obiettivo di una creazione di valore, e quindi una migliore performance in ambito contabile, per entrambe le aziende protagoniste dell'operazione, non sono stati rilevati con significativa certezza, inoltre le possibilità che l'operazione di acquisizione, che dovrebbe a livello teorico portare ad un miglioramento contabile l'azienda che la porta a compimento, abbia successo sembrano ancora relativamente basse, infatti secondo il lavoro di Cartwright e Schoenberg del 2006, pare che solamente il 56% delle aziende che completano con successo l'intero iter che porta ad un'acquisizione aziendale riesce ad ottenere una creazione di valore e ad aumentare la propria performance aziendale secondo l'obiettivo che si erano posti precedentemente all'inizio dell'operazione.

Inoltre, sempre in accordo al sopracitato lavoro di ricerca pare che anche oltre ad un danno in termini di creazione del valore, anche i dirigenti della società target dell'operazione, subendo un grande carico di stress e pressioni durante l'iter dell'operazione straordinaria, tendano a lasciare l'incarico, per il 70% dei casi, entro un arco temporale di cinque anni.

Stando a quanto sostenuto dalla sopra citata ricerca, sembra essere necessario ampliare la visione sui meccanismi delle operazioni M&A anche nei confronti di variabili che si discostano dall'ambito economico ma che in ogni caso possono avere un grosso impatto sul rendimento contabile delle società protagoniste dell'operazione sia nel breve periodo che nel lungo.

Utilizzare un tipo di ragionamento più inclusivo nei confronti di variabili che superficialmente non riguardano la sfera economica potrebbe portare le ricerche a fare grossi passi avanti nella determinazione di quali discriminanti portano le operazioni di acquisizione aziendale ad avere una così bassa probabilità di successo, aiutando così, anche nella pratica, a rendere questa complesse operazioni maggiormente efficienti.

Più precisamente, infatti, l'obiettivo della ricerca di Carwrihr e Schoenberg del 2006 è tentare di evidenziare i più volti e la natura multidisciplinare che può avere l'ambito delle operazioni M&A, dato il grande aumento di ricerche riguardanti l'ambito delle acquisizioni societarie negli ultimi trent'anni, e dato il fatto che, come già affermato precedentemente, queste ricerche sono state caratterizzate per la maggior parte del tempo da studi, a volte infruttuosi, che pongono come variabili chiave del successo dell'operazione, variabili relative alla sfera economico-finanziaria. Questo obiettivo è portato a termine attraverso l'analisi di una grande quantità di articoli scientifici autorevoli sull'argomento delle operazioni M&A, in modo tale da poter catturare tutte le possibili variabili di diversa natura e i possibili modelli che sono stati analizzati negli ultimi anni.

Successivamente, dunque, verrà fatta una panoramica generale dei contributi maggiormente incisivi in tale ambito, verrà descritto il contributo che la ricerca svolta fino ad ora apporta ai professionisti che a tutti gli effetti portano a compimento operazioni di acquisizione, infine verrà evidenziata una distinzione tra due correnti di pensiero che vedono in maniera antitetica l'inclusione di variabili appartenenti alla sfera psicologica e comportamentale nella ricerca sulle acquisizioni aziendali, riportando quali sono le loro argomentazioni.

1.2. Panoramica generale della letteratura passata in ambito M&A

Fino ai primi anni del ventunesimo secolo, la ricerca M&A ha prodotto un maggior numero di lavori relativamente al filone di studio che pone il proprio focus prioritario sul problema della creazione di valore, o diminuzione di tale valore economico per gli shareholders delle società coinvolte, il quale dovrebbe in linea teorica essere prodotto dalla conclusione dell'operazione di acquisizione aziendale in quanto tale, poiché la creazione di valore è l'obiettivo principale per cui le società optano per questo strumento così complesso.

Le evidenze relative alle acquisizioni ottenute dagli studi di quel periodo, tuttavia, risultano contraddittorie e poco significative, poiché dai risultati evidenziati sembrerebbe che le acquisizioni generino valore per gli shareholders dell'azienda target nel breve periodo, mentre sembra essere molto più bassa la probabilità che vengano riscontrati benefici di lungo periodo per gli investitori dell'azienda acquirente.

Su questo punto si esprime il lavoro di Agrawal e Jaffe del 2000, il quale anche esso comprende una revisione panoramica della letteratura precedente, suggerisce che il ritorno economico straordinario, ottenuto nelle annualità successive alla conclusione dell'operazione di acquisizione, è tendenzialmente negativo o al più non statisticamente rilevante, quindi molto vicino allo zero. Altrettanto importante è il fatto che questo studio evidenzia la grande variazione relativamente alla performance aziendale della società acquirente comparando gli esercizi precedenti con quelli successivi alla conclusione dell'operazione di acquisizione aziendale.

Infatti, sostiene lo studio di Agrawal e Jaffe del 2000, che approssimativamente un numero oscillante tra il 35% e il 45% delle acquisizioni M&A permette di generare valore economico aggiuntivo e di conseguenza di far ottenere dei rendimenti economici positivi alle società che hanno scelto questo strumento di rapida crescita aziendale, il tutto con una deviazione standard che si oscilla intorno al 10% (vedi Conn et al., 2001), in un arco temporale di breve periodo, come potrebbero essere due o tre esercizi.

Dal momento che, gran parte della letteratura passata riguardante il sempre più emergente tema delle operazioni di Mergers and Acquisitions non aveva ancora prodotto una grande quantità di articoli di ricerca che si ponessero l'obiettivo di indagare e comprendere la sopra descritta scarsa probabilità di ottenere una creazione di valore aggiuntivo per l'azienda che completa con successo un'operazione di acquisizione aziendale, due ricercatori, Sudarasan e Mahate nel 2006 hanno pubblicato un lavoro con l'intento di studiare le cause di questa sorprendentemente elevata probabilità di non riuscire ad ottenere, già nel breve periodo, creazione di valore dalla conclusione di un'operazione M&A.

In questo articolo, i due ricercatori prendono in analisi le caratteristiche comportamentali dell'azienda che ricopre il ruolo di bidder nell'operazione e valutano l'effetto dell'acquisizione attribuendo all'azienda acquirente diversi modelli di comportamento, ad esempio: amichevole, ostile, cavallo bianco oppure molto ostile.

Sempre nel sopra citato articolo i ricercatori prendono in esame nel loro articolo scientifico un arco temporale definito di lungo periodo, individuano un campione statistico di oltre 500 società, locate nel Regno Unito, che hanno effettuato, nell'arco di tre anni, delle operazioni di acquisizione. Nell'articolo gli autori argomentano che, nonostante i risultati mediamente negativi che hanno ricevuto le aziende che hanno completato l'operazione M&A, i risultati ottenuti dalle aziende individuate sotto un profilo comportamentale ostile ottengono risultati migliori, sul piano della performance contabile, rispetto alle aziende che vengono, nella ricerca, categorizzate come amichevoli, cavaliere bianco o molto ostili.

Questa ricerca, spicca rispetto al resto della letteratura precedente a quel momento e risulta interessante, perché inizia a deviare dalla fino a quel momento osservata tendenza dei lavori delle decadi precedenti che voleva protagonista dell'analisi, riguardante i risultati delle operazioni M&A, solamente variabili di natura economico-finanziaria, segnando con molta probabilità un punto di svolta per quel che riguarda il trend del flusso di ricerche.

Questa differenziazione avviene perché nella ricerca di Sudarasan e Mahate del 2006 vengono incluse anche specifiche variabili relative all'ambito della corporate governance, ampliando così la visione della ricerca oltre i classici fattori legati solamente al rendimento che erano stati presi in esame fino a quel momento dalla letteratura.

Il focus principale del filone di ricerche sulle operazioni M&A, che hanno preso in analisi come variabili quelle di natura economica, è posto sul processo e sui fattori che possono spiegare la variazione di performance contabile post-acquisizione.

La tematica della compatibilità strategica, approfondito dall'articolo di Sudarasan e Mahate del 2006, dunque, ha funto da ponte tra il filone di ricerche che ponevano la loro attenzione sulla mera performance aziendale delle società coinvolte nell'operazione di acquisizione e quel filone, più moderno, che attribuisce maggiore importanza ai fini del successo di un'operazione M&A agli attributi strategici delle società coinvolte.

In particolare, questo nuovo concetto viene esteso alla scelta di quale società target dovrebbe essere scelta dalla società acquirente per avere maggior probabilità che l'operazione generi una performance migliore in futuro.

Mentre dalle, già citate, ricerche di King et al. 2004 e Seth, 1990 sono emerse delle prime evidenze che hanno raccolto consensi, inoltre, contributi più recenti riprendendo quel filone di ricerca, hanno provato a considerare altre variabili, come possibili fattori di successo di un'operazione M&A, come, ad esempio, la condivisione di risorse (vedi Capron e Piste, 2002), oppure il trasferimento di conoscenza (vedi Ahuja e Katila, 2001), è dunque possibile affermare che la ricerca di Sudarasan e Mahate del 2006 ha giocato un ruolo fondamentale per spingere il flusso di ricerche riguardanti l'ambito delle acquisizioni societarie ad ampliare la propria visione d'analisi nei confronti di variabili differenti rispetto alla mera performance contabile.

Comunque, le spiegazioni emerse finì a quel momento per giustificare l'eccessivamente frequente scarsa performance economica delle aziende nel periodo successivo all'operazione di acquisizione non può essere giustificata solamente da un semplicistico concetto di "fit strategico" tra l'azienda target e quella bidder dell'operazione.

Vale a dire che, la semplice compatibilità in ambito economico tra le due società coinvolte nell'operazione, sembra dato ciò che è stato affermato fino ad ora essere troppo superficiale per spiegare questo fenomeno, probabilmente prendere in considerazione variabili con una diversa natura, incrociando i risultati, potrebbe fornire un'osservazione e una comprensione più chiara del fenomeno qui considerato in modo da poter fornire una chiave di lettura più efficace sulle implicazioni dei meccanismi delle operazioni M&A, tale che possa risultare utile

a ridurre la probabilità di insuccesso anche per i professionisti che portano a termine queste operazioni.

Il secondo filone letterario, improntato sul ruolo della scelta della strategia di integrazione e acquisizione tra le due aziende coinvolte nell'operazione potrebbe portare a qualche evidenza utile a migliorare la probabilità che un'operazione di acquisizione abbia successo e quindi che porti a una maggiore creazione di valore e a migliori rendimenti sul piano contabile.

Sia la strategia che la modalità organizzativa studiate dalle ricerche evidenziano, infatti, che un inappropriato processo di decision-making, negoziazione e integrazione dei processi organizzativi, tra le due società protagoniste dell'operazione, possono portare a risultati economici decisamente inferiori rispetto alle aspettative, definite prima di completare l'operazione M&A.

Un contributo cardine di questo approccio è rappresentato dal lavoro di Cartwright e Cooper del 1996 e quello di Haspeslagh e Jemison del 1991, che hanno evidenziato come una diversa integrazione tra le società potrebbe avere un forte impatto sulla performance contabile emergente negli esercizi successivi al completamento dell'operazione.

Altri lavori appartenenti a questa corrente di ricerca hanno approfondito la nostra comprensione di come l'organizzazione aziendale può apprendere e cambiar in base ad esperienze di acquisizioni aziendali passate, il che sembrerebbe suggerire che un confronto con realtà aziendali appartenenti a culture distanti, sia sul piano sociale, ideologico sia comportamentale, potrebbe favorire un processo di confronto con realtà differenti e quindi un migliore apprendimento (vedi Hayward, 2002 e Haleblan and Finkelstein, 1999).

Per questo motivo, un crescente filone di ricerca ha spostato l'attenzione dalle variabili di stampo economico, come nei casi sopra citati, per porre il proprio focus su alcune dinamiche di stampo culturale delle aziende coinvolte nell'operazione M&A.

Questo filone dunque, sposta per la prima volta l'attenzione della ricerca in ambito M&A dall'utilizzo di variabili o fattori chiave di stampo economico oppure finanziario per concentrarsi su variabili che sembrerebbero, solo inizialmente, non poter avere alcun impatto sulla performance aziendale, come potrebbero essere le differenze culturali presenti, al

momento di un'acquisizione, tra l'azienda acquirente dell'operazione e la società individuata come target nel processo di acquisizione.

Tuttavia, di contro, queste differenze esistenti, per quel che riguarda l'aspetto culturale, tra le società coinvolte in un'operazione, possono rappresentare un'importante barriera in grado di ostacolare il processo di integrazione delle due aziende, dopo la conclusione della fusione.

Questo fenomeno potrebbe avvenire perché un differente retaggio culturale della dirigenza e dei dipendenti dell'azienda target potrebbe causare dei rallentamenti se non addirittura il fallimento del processo di integrazione tra la società acquirente e quella scelta accuratamente come target dell'operazione, arrivando a compromettere il successo di un'operazione complessa e costosa come l'acquisizione aziendale.

Risulta altrettanto vero però, che un differente retaggio culturale esistente tra le due società protagoniste dell'operazione M&A potrebbe non rappresentare un mero ostacolo per il successo dell'operazione ma, al contrario, potrebbe rappresentare anche un fattore chiave nell'ottica di creazione di valore.

Questo potrebbe verificarsi perché un divario culturale e un diverso modus operandi non porta solo attriti tra le società coinvolte, ma può comportare anche uno scambio di conoscenza e potrebbe così dar vita ad un processo di adattamento da parte di entrambe le aziende che porta ad un possibile sviluppo e miglioramento dell'assetto organizzativo prima esistente in entrambe le società, dato dal confronto con una cultura e un metodo organizzativo diverso.

Queste caratteristiche, relative alla variabile della diversità culturale, fanno sì che questo aspetto venga preso in considerazione per fornire un ulteriore punto di vista su quali potrebbero essere i fattori determinanti il successo o l'insuccesso delle operazioni di acquisizione aziendale.

Il fatto di considerare anche un altro tipo di variabile di stampo diverso da quello delle variabili economico finanziarie, già esaminati nei filoni di ricerca prima citati, permette di avere un ulteriore punto di vista sulla problematica, ma anche di poter accumulare maggiori osservazioni dei risultati e poter incrociare i risultati di questo filone di ricerca con i risultati ottenuti dalle ricerche maggiormente focalizzate su aspetti economico-finanziari della ricerca.

Dunque, il fatto di prendere in analisi anche variabili che apparentemente sono distanti dal mondo economico e dal mondo delle operazioni M&A, permette in realtà di aumentare il campo di osservazione e proporre nuove tesi riguardo la problematica della, relativamente scarsa, probabilità di successo di queste operazioni straordinarie.

La possibile relazione tra performance e retaggio culturale continua tutt'ora ad alimentare i lavori dei ricercatori, dell'ambito delle operazioni M&A di stampo domestico oppure cross-border, che fino ad ora hanno sviluppato conclusioni spesso contraddittorie fra loro (Cartwright, 2005; Schoenberg, 2000).

Secondo la ricerca di Gertsen e Sodeberg (1998), nell'ambito delle operazioni M&A, le differenze culturali sono un veicolo attraverso il quale i gruppi di dipendenti facenti parte dell'azienda affermano le specificità e particolarità delle loro identità sociali.

Tali osservazioni evidenziano l'idea che le operazioni M&A di tipo cross-border, quindi che hanno maggiore probabilità di inglobare nel sistema aziendale culture e abitudini organizzative diverse, possano costituire una potenziale minaccia per le esigenze sociali dei lavoratori e delle risorse umane coinvolte nell'operazione di acquisizione in generale.

Inoltre, alcuni preziosi contributi teorici, quale ad esempio la Social Identity Theory (Tajafel e Turner, 1979) possono permetterci di comprendere meglio questo fenomeno applicato al processo di acquisizione, che tuttavia trova le sue radici nell'ambito delle teorie comportamentali dei dipendenti che compongono le società.

Di contro, questa tematica include altre due ricerche empiriche (Bartles et al., 2006; Van Dick et al., 2006), che si basano su un crescente corpo di evidenze di ricerca le quali hanno dimostrato come, in una discreta varietà di diversi contesti lavorativi, un alto livello di identificazione culturale dei dipendenti delle aziende prese in analisi comportava un aumento dell'impegno lavorativo, una maggiore performance, una riduzione dello "staff turnover" e una maggiore frequenza di comportamenti positivi (vedi Haslam e Ellemers, 2005).

Nei loro lavori di ricerca Bartels et al del 2006 hanno preso in esame due organizzazioni di polizia olandesi che stavano per completare un'operazione M&A, lo studio è stato portato a termine analizzando un discreto portafoglio di variabili, quindi compie un passo avanti dal punto di vista della ricerca importante rispetto alle ricerche che avevano caratterizzato il primo filone letterario dell'ambito delle operazioni M&A, come già affermato infatti, nel primo

periodo in cui i ricercatori si sono focalizzati nello studio dei meccanismi di questa operazione venivano considerate poche variabili e tutte di stampo economico e legate ai rendimenti attesi nel periodo successivo all'acquisizione.

Lo studio di Van Dick et al del 2006, invece, esamina in maniera retrospettiva il contributo di un set di variabili di diversa natura analizzando la performance, dei dipendenti di un ospedale in Germania, che emerge durante il processo dell'operazione M&A.

Nonostante i dati siano stati collezionati in diversi momenti dell'iter composto dai meccanismi che portano alla conclusione dell'operazione di acquisizione, i risultati di entrambi gli studi dimostrano consistentemente che, analizzando la situazione prima del compimento dell'operazione M&A, è possibile prevedere un eventuale risultato positivo oppure un eventuale risultato sotto le aspettative della performance aziendale post-acquisizione.

È interessante notare che questa concezione sfida la nozione prevalente di "pregiudizio a posteriori" che mette in discussione la validità dei metodi di raccolta dei dati retrospettivi.

Risulta importante sottolineare anche che entrambi gli studi hanno chiare implicazioni pratiche nel sottolineare l'importanza della comunicazione per rafforzare l'utilità positiva della fusione e promuovere un senso di appartenenza.

Gli studi longitudinali riguardanti la tematica delle operazioni M&A sono ancora rari, principalmente, perché è difficile mantenere, nel tempo, dimensioni sufficientemente rappresentative del campione analizzato, in particolare in circostanze in cui le probabilità di attrito, tra le due società coinvolte nell'operazione straordinaria, sono significativamente più alte in alcuni settori piuttosto che altri.

Un articolo di Kavanagh, Ashkanasay del 2006, tenta di superare questo problema e riporta una relazione sui risultati di uno studio inter-istituzionale riguardante tre fusioni avvenute tra università australiane, prendendole in esame in un arco temporale di sette anni. Questo studio è stata effettuata un'analisi comparata combinando metodi qualitativi e quantitativi, arrivando ad ottenere osservazioni che confermano l'importanza di fattori non appartenenti alla sfera economico-finanziaria come la leadership e i benefici di adottare un approccio volto al cambiamento e alla crescita, ottenibile tramite la conclusione di operazioni di acquisizione.

Fino ad ora, il contributo di questa importante ricerca è stata estesa anche ad altre aree geografiche come il Regno Unito, il continente europeo e il continente dell'Oceania, queste infatti, sono tutte aree in cui è possibile riscontrare una buona attività di operazioni M&A, per cui è stato possibile estrapolare un campione sufficientemente rappresentativo per portare a termine la ricerca, molte di queste aree, selezionate per il campione, sono infatti caratterizzati da una diffusa tendenza al capitalismo di tipo anglosassone, il quale è stato precedentemente illustrato.

in contrasto a questo ultimo lavoro, la ricerca di Cooke del 2006, analizza una crescente area geografica, in termini di operazioni M&A, che non era stata presa in esame negli studi precedenti. Questa zona, che sta vivendo una fase di grande sviluppo è la Cina, in questo articolo, infatti, si discute il potenziale strategico delle operazioni M&A in questa particolare zona del mondo.

È possibile che il futuro delle ricerche appartenenti all'ambito dell'M&A possa continuare la tendenza di quest'ultimo filone che considera positivamente il fatto di ampliare lo spettro di variabili adottate per l'analisi dei risultati dell'operazione.

Inoltre, sempre per quel che riguarda un possibile futuro per quest'ambito di ricerca, sembra prospettarsi la possibilità di ottenere maggiori osservazioni ed evidenze utili dall'analisi anche dell'andamento delle operazioni di acquisizione in paesi, che fino a pochi decenni fa, non erano sviluppati e non presentavano nemmeno una capillare presenza aziendale nel loro territorio, ne tanto meno società con un'organizzazione e una tale disponibilità economica in grado di portare a termine un'operazione complessa come un'acquisizione aziendale.

1.3. Il contributo delle ricerche M&A nella prassi

Le ricerche nell'ambito delle operazioni M&A proseguono da circa tre decenni, e mentre è stato possibile, fino ad ora, citare solo alcuni dei vari contributi fino a questo momento sviluppati dai ricercatori, ogni diverso approccio disciplinare ha fatto grossi e significativi progressi nella nostra comprensione della materia.

Tuttavia, nonostante nel corso degli anni sia stato dimostrato un robusto interesse da parte dei ricercatori per quel che riguarda la materia M&A, le varie rilevazioni empiriche rivelano che ci sono stati, nel corso degli anni, pochi cambiamenti di tendenza, per quel che riguarda la probabilità, a livello pratico, che un'operazione di acquisizione porti ad una effettiva creazione di valore, e quindi ad aumentare la performance contabile, negli esercizi successivi alla sua conclusione e anche oltre.

A sostegno di quanto appena affermato, un lavoro di ricerca, riguardante le operazioni di acquisizione portate a termine nell'eurozona, ha evidenziato la probabilità di fallimento delle operazioni di acquisizione aziendale al 44%, utilizzando metodi comparabili (Kitching, 1974).

Un ulteriore esame dei risultati delle operazioni di acquisizione, dal punto di vista degli shareholders delle aziende coinvolte, ha rivelato che la conclusione di operazioni di acquisizione porterebbe le società ad ottenere, in media, performance negative sul piano economico negli esercizi successivi al completamento dell'operazione, probabilmente a causa delle difficoltà organizzative e di integrazione che subentrano nel periodo successivo alla conclusione di un'operazione di acquisizione, le quali non sono sempre facilmente risolvibili dalla società acquirente (vedi Agrawal e Jaffe, 2000, Gregory, 1997).

Dunque, queste evidenze scientifiche confermano ancora di più il fatto che le operazioni di acquisizione, pur essendo uno strumento finalizzato a portare le aziende che lo adottano ad una crescita rapida, a livello pratico, porta ad una effettiva crescita sul piano del rendimento contabile, con una probabilità estremamente bassa, considerando che si tratta di una procedura che richiede molta liquidità e tempo per essere portata a compimento con successo.

La letteratura di quest'ambito ipotizza tre possibili ragioni che potrebbero stare alla base di questo fenomeno di carenza di miglioramento nel periodo post-acquisizione, che risulta in pieno contrasto con quello che dovrebbe essere lo scopo finale di un'operazione tanto complessa da essere definita straordinaria, vale a dire la creazione di valore aziendale.

Queste ipotetiche motivazioni sono:

- *i dirigenti delle società coinvolte nelle acquisizioni tendono a sottovalutare guidate da motivazioni non meramente orientate all'aumento di valore.*
- *le ricerche fino ad ora portate a termine sono incomplete e in qualche modo superficiali.*
- *i metodi di ricerca sviluppati fino ad ora dai ricercatori non sono utili per risolvere il problema nella pratica.*

Per quel che riguarda la prima possibile ipotesi sviluppata dai ricercatori riguardo il fallimento delle operazioni di acquisizione, risulta essere vero il fatto che alcune acquisizioni sono mosse da motivazioni non prettamente legate alla creazione di valore, ad esempio la ricerca di Seth et al. del 2000 è improntata ad investigare un campione di aziende, locate ed operanti negli Stati Uniti d'America, che svolgono abitualmente operazioni di acquisizione di tipo cross-border, e ha osservato che il 26% circa, di tali acquisizioni, è istigato da scelte assunte dai managers responsabili delle rispettive aziende coinvolte, nell'ottica di un tornaconto personale, piuttosto che in una direzione volta all'interesse delle società coinvolte e dei loro shareholders. Questo fenomeno potrebbe essere legato al fatto che molto spesso, specie nel capitalismo di tipo anglosassone, i manager dei vari settori aziendali vengono retribuiti in base a degli obiettivi precisi senza considerare le loro scelte sotto un'ottica volta al bene complessivo della società. Per cui, molto spesso, il valore di un manager è basato sul fatto di aver compiuto un'operazione di acquisizione più che sul fatto di aver individuato una società target che meglio può adattarsi all'azienda acquirente, portando così maggiori probabilità di creazione di valore.

In ogni caso, la conclusione di questo lavoro riguarda il fatto che, in realtà, la maggioranza delle operazioni M&A è guidata da motivazioni dettate dalla volontà da parte delle società di aumentare il valore dell'azienda.

Per quel che riguarda la seconda possibile spiegazione della scarsa probabilità di ottenere dei risultati da operazioni M&A, è il fatto che gli operatori del settore non sono al corrente delle intuizioni e degli approfondimenti che i ricercatori di quest'ambito hanno sviluppato fino a questo momento, probabilmente perché, i risultati delle ricerche sono ancora troppo poco pubblicizzati a livello sociale, oppure semplicemente perché il linguaggio utilizzato non agevola la comprensione degli scritti, tuttavia queste ultime due ipotesi non sembrano plausibili per il semplice fatto che gli operatori che portano a termine operazioni straordinarie sono tendenzialmente molto preparati in tale ambito.

Inoltre, questa seconda spiegazione, risulta poco efficace per il fatto che la maggioranza dei ricercatori M&A è spesso molto attiva nell'educazione sul piano pratico del management per quel che riguarda i risultati che hanno raggiunto tramite i loro lavori di ricerca, cercando sempre di portare a conoscenza i professionisti delle ultime evidenze osservate negli articoli scientifici pubblicati, inoltre in un periodo in cui grazie a strumenti come internet, grazie al quale è possibile ad accedere a qualsiasi tipo di informazione in qualsiasi momento e gratuitamente, risulta essere poco probabile che gli operatori del settore delle operazioni M&A non siano a conoscenza degli ultimi sviluppi della ricerca di tale ambito.

La terza ipotesi, riguardante le motivazioni della scarsa probabilità di successo delle operazioni di acquisizione, è attinente al fatto che le ricerche potrebbero in qualche modo rimanere incomplete o essere troppo superficiali nell'analisi, e che quindi non siano in grado di trovare le cause principali scatenanti questo fenomeno.

A sostegno di ciò, il già precedentemente citato, lavoro di King et al. del 2004 comprende una meta analisi di 93 studi empirici riguardanti le determinanti della performance a livello contabile, in riferimento all'arco temporale post-operazione M&A.

questo studio ha utilizzato per la propria ricerca le variabili, fino a quel momento, più utilizzate nel campo economico e nel campo finanziario per dare una chiave di lettura e quindi valutare, attraverso questo punto di vista, la performance delle aziende che hanno concluso un'operazione M&A.

da questa meta analisi, gli autori terminano l'articolo così: "i nostri risultati concludo che il rendimento aziendale post-acquisizione è moderato da variabili non specificate nella ricerca esistente.

Un'implicazione è che potrebbero essere necessari cambiamenti sia per quel che riguarda la teoria delle M&A che ai metodi di ricerca.” (King et al., 2004, p.188).

sempre in riferimento alla terza ipotesi sopra citata, una seconda meta-analisi riguardante l'impatto delle differenze culturali sulla performance aziendale del periodo temporale post-acquisizione fornisce, grazie alla diversa natura delle variabili prese in esame, un punto di vista differente dall'analisi precedente sulla questione e aggiungendo un maggiore grado di approfondimento nell'indagare questa problematica.

I ricercatori di quest'ultimo studio, tuttavia, sono giunti ad osservazioni simili alla precedente ricerca, infatti nel loro articolo affermano:” una grande porzione di varianza rimane inspiegata.” (vedi Stahl e Voight, 2004, p.14).

risulta interessante notare che, entrambe le ricerche descritte sopra richiamano a un maggiore riconoscimento del processo e della dimensione dell'organizzazione delle operazioni di acquisizione, sempre più riconosciuto nella crescente letteratura appartenente all'ambito comportamentale e all'ambito della psicologia sociale.

Chiaramente ci sono sostanziali ponti metodologici da attraversare per collegare più strettamente i modelli di performance di acquisizione adottati nelle letterature finanziarie e strategiche con le intuizioni umane e organizzative degli studi comportamentali.

Infatti, non risulta semplice includere in un unico lavoro di ricerca sia variabili di stampo economico o finanziario sia variabili di natura comportamentale, psicologica o sociale, poiché richiedono un approccio di tipo diverso e risulta molto più complesso riuscire ad imporre un metro di valutazione del loro impatto sulla performance aziendale a variabili che non hanno a che fare con i numeri come le variabili economiche.

Tuttavia, i risultati di queste ultime due meta analisi portano all'attenzione il fatto che la ricerca in ambito di operazioni M&A ha ancora molta strada da percorrere per riuscire a portare maggiori spiegazioni sui rendimenti delle aziende che decidono di completare un'operazione di acquisizione.

Tuttavia, il fatto che è evidente che la ricerca in quest'ambito abbia ancora grossi passi avanti da fare potrebbe portare le ricerche future ad un tentativo di considerare variabili di natura diversa, oppure un mix di variabili di diversa natura, in modo da poter fornire delle osservazioni in condizioni diverse e che tengano conto di aspetti multidisciplinari.

1.4. Le criticità delle operazioni di M&A

Molti frameworks di articoli della letteratura appartenente all'ambito delle operazioni M&A, per tentare di fornire delle osservazioni in grado di spiegare le cause determinanti il possibile successo o il possibile fallimento di un'operazione di acquisizione aziendale, in termini di rendimento sul piano contabile e creazione di valore aggiunto, hanno tradizionalmente posto il loro focus di ricerca su fattori strategici o comunque legati ad un aspetto finanziario.

Invece, solo più recentemente, è considerevolmente aumentato il volume di ricerche che considerano fattori chiave per determinare il successo o l'insuccesso di un'operazione M&A quelli basati sul tema delle risorse umane, delle scienze comportamentali e della psicologia comportamentale in generale.

Un filone emergente relativo a questi nuovi studi che prendono in considerazione variabili di diversa natura rispetto a quella finanziaria si orienta maggiormente verso la dinamica culturale delle operazioni di acquisizione di tipo cross-border e si orienta maggiormente verso le implicazioni che le differenze culturali possono avere nei confronti della capacità delle aziende protagoniste di integrarsi al meglio e della performance aziendale nell'arco temporale successivo alla conclusione dell'operazione.

Questo filone letterario ha tentato di spiegare le cause della bassa probabilità, certificata anche da altre ricerche appartenenti a questo stesso ambito, che un'operazione M&A ha di portare ad un effettivo aumento del valore delle aziende che l'hanno portata a compimento attraverso tutti i passaggi necessari.

Questo intento è stato perseguito tramite l'utilizzo di variabili come, ad esempio, la distanza tra la cultura della società acquirente dell'operazione e la cultura della società individuata come target dell'acquisizione (vedi Morosini et al. 1998), la compatibilità tra le due culture delle aziende protagoniste dell'operazione (vedi Cartwright e Cooper 1996), oppure, questo filone, considera come fattore chiave il livello di similitudine tra i management delle società coinvolte nell'operazione (Datta, 1991), infine qualche ricerca considera anche il livello medio di esperienza, delle aziende coinvolte nell'operazione, nel campo dell'integrazione aziendale nel periodo successivo alla conclusione dell'operazione (Larsson e Lubatkin, 2001).

Una chiave di lettura di questo, relativamente recente filone di ricerca, sottolinea come il fattore della distanza o della diversità culturale, più che una fonte di miglioramento, rappresenta un considerevole fattore di rischio per il successo dell'operazione M&A, inoltre questa chiave di lettura considera la differenza culturale anche come un potenziale ostacolo nell'ottenimento di un'integrazione dei processi di management tra l'azienda che si pone come acquirente e quella target dell'operazione M&A.

Ad ulteriore sostegno di questa linea di pensiero, uno studio della letteratura riguardante l'ambito M&A, con l'intento di valutare l'impatto di variabili di natura culturale sulla probabilità di creazione di valore per i portatori di interesse delle società coinvolte nell'operazione di acquisizione, ha preso in analisi un campione composto da ben 112 acquisizioni di tipo cross-border portate a termine da società locate e operanti negli Stati Uniti d'America, durante una frazione temporale che va dal 1978 al 1990 (vedi: Datta e Puia, 1995). Inoltre, per poter analizzare empiricamente il campione statistico selezionato e provare a stabilire gli effetti sul piano del rendimento contabile che emergono successivamente al completamento di un'operazione M&A, questo studio esamina l'impatto e la possibile relazione della variabile della distanza culturale sugli effetti economici che emergono negli esercizi appartenenti al periodo post acquisizione.

Alla fine della ricerca, i risultati che emergono sembrano suggerire che le acquisizioni aziendali che mirano ad incorporare società target locate in paesi situati al di fuori dello stato cui appartiene la società acquirente dell'acquisizione di tipo cross-border, in media, non creano valore dal punto di vista degli shareholders delle aziende coinvolte.

I risultati di questo studio indicano anche che, mentre la relazione tra la conclusione di un'operazione M&A e l'ottenimento di creazione di valore aggiunto negli esercizi successivi risulta ancora non completamente chiara, la variabile della compatibilità tra la cultura della società bidder con la cultura della società target ha invece un grosso impatto su quelle che sono le probabilità finali di ricavare un miglioramento in termini di performance contabile e di creazione di valore nelle annualità successive alla conclusione del lungo percorso che porta a termine un'operazione di acquisizione aziendale.

Sembrerebbe, sempre secondo i risultati ottenuti dallo studio portato a termine da Datta e Puia del 1995, infatti, che le acquisizioni caratterizzate da un elevato grado di differenza

culturale, quindi acquisizioni di tipo cross-border, tra l'azienda che intende acquisire e la società acquisita, risultino associate a ritorni visibilmente inferiori dal punto di vista dei portatori di interessi economici dell'azienda che effettua l'acquisizione.

Un altro lavoro appartenente alla letteratura dell'ambito delle operazioni M&A, che sostiene questo filone che si schiera in maniera contro l'utilità di avere un diversificato ventaglio culturale tra le risorse umane facenti parte delle società coinvolte in un'acquisizione, sostiene che la variabile della differenza culturale vada considerata nell'analisi.

Infatti, il lavoro di Kenneth David and Harbir Singh del 1994 sostiene che anche la compatibilità fra le culture e le ideologie dell'azienda bidder e della società target dell'operazione debba essere presa in considerazione come un possibile fattore critico per la determinazione delle probabilità di successo oppure di insuccesso dell'operazione straordinaria.

Per sostenere questa tesi, quest'ultima ricerca citata, prende in analisi il lavoro della società ARA Servicies, una compagnia che secondo il proprio CEO William S. Fishman avrebbe acquisito tramite operazioni M&A, nel corso degli anni, oltre 300 società e avrebbe, inoltre, nel corso degli esercizi successivi, mantenuto il controllo di queste nuove società acquisite per l'80% dei casi.

Questa società siccome considera la distanza culturale come un ostacolo da gestire o eventualmente evitare per ottenere un ritorno positivo dalle operazioni M&A, sostiene la ricerca sopra citata, utilizza un metodo per selezionare le società candidate ad essere assorbite da essa, attraverso criteri bilanciati tra criteri definiti come classici, focalizzati su aspetti economici o finanziari, e criteri che tengono conto del, sempre maggiormente considerato dalla ricerca, fattore delle risorse umane.

A sostegno di ciò, l'azienda presa in esame in quest'ultima ricerca, seleziona le aziende target molto attentamente sulla base di criteri di crescita aziendale, possibile performance, possibile incremento dei guadagni a livello contabile, ma considera anche la loro reputazione, la loro integrità, il loro business ma soprattutto la qualità del loro asseto a livello di management.

ARA Servicies valuta la "personalità", intesa come sintesi dei fattori sopra citati, delle aziende che ha in programma di acquisire con la propria "personalità", da questa analisi sceglie quali società è meglio inglobare e quali società, invece, non sono adatte a portare a termine il

processo di acquisizione, poiché non sono considerati potenziali partner ottimali, o viceversa, per massimizzare le probabilità per l'ottenimento dei tipici vantaggi di un'operazione M&A.

Similmente al metodo applicato dalla società ARA Servicies, Hans Werthen, capo del consiglio di amministrazione della famosa società svedese Electrolux afferma:” In passato abbiamo attentamente verificato e valutato le possibili società candidate ad essere target adatte allo stile e all'assetto organizzativo e culturale della società Electrolux.

Questo fattore è tanto importante per la nostra società quanto la valutazione di aspetti economici e finanziari.”

Quest'ultimo articolo identifica, infine, tre punti critici riguardanti il rischio che rappresenta la differenza culturale per le acquisizioni aziendali, e afferma:

1. c'è sempre una certa distanza culturale tra la società bidder e quella target: differiscono sempre sul piano organizzativo e potrebbero differire anche sul piano culturale e professionale.
2. La distanza culturale, comunque, non ha un impatto automatico, non è una forza implacabile sul risultato finale, in termini di creazione di valore, dell'acquisizione aziendale. Il rischio culturale post acquisizione all'integrazione delle società coinvolte varia per i seguenti aspetti:
 - 2.1. Il rischio dato dalla differenza culturale per quel che riguarda le operazioni M&A è potenziale in tutte le acquisizioni in cui è necessaria un'integrazione dei processi organizzativi tra l'azienda acquirente e quella acquisita.
 - 2.2. Il rischio culturale varia in base alle specifiche divisioni presenti nell'organizzazione della società target in relazione a quelle della società acquirente.
 - 2.3. Il rischio culturale per un'operazione di acquisizione, in generale, varia in base al tipo di business che l'azienda target persegue rispetto al business dell'azienda acquirente.
3. Il rischio culturale nelle operazioni M&A varia anche in base al regime organizzativo imposto nel periodo successivo al completamento dell'operazione dall'azienda acquirente nei confronti delle società acquisite.

Le considerazioni sopra citate che il capo del consiglio di amministrazione della società svedese Electrolux fa, nell'ottica di portare a termine un'operazione di acquisizione aziendale, lasciano intendere chiaramente l'importante fattore della differenza culturale che si manifesta molto spesso nelle acquisizioni M&A, e in particolare se si tratta di acquisizioni svolte al di fuori dei confini nazionali e quindi cross-border, viene considerato come un elemento che rappresenta un ostacolo al raggiungimento di una buona integrazione tra le società coinvolte nell'operazione.

Questo tipo di visione considera, dunque, la differenza culturale, sociale e organizzativa come una variabile dal possibile impatto negativo, che andrebbe limitata e controllata scegliendo attentamente le caratteristiche o la "personalità", com'era stata precedentemente definita, della società individuata come target.

Questo tipo di ragionamento riconosce il valore delle differenze culturali in termini di impatto sulla performance finale della società che conclude l'operazione, tuttavia la considera solo come un aspetto negativo senza considerare che il superamento di un ostacolo potrebbe, seppur inizialmente faticoso, portare a dei vantaggi di lungo periodo per le società coinvolte, sia in termini di organizzazione sul piano del management sia in termini di performance contabile, riflesso delle nuove conoscenze apportate dall'operazione.

Oltre questi lavori di ricerca appena esaminati, che concentrano la loro attenzione su dinamiche aziendali ma considerando anche il fattore della diversità culturale e sociale come chiave per il futuro risultato dell'acquisizione, esistono anche altre ricerche che si schierano contro la presenza di una forte diversità culturale nelle dinamiche che portano all'integrazione delle società inglobate.

Queste ricerche a differenza di quelle appena esaminate appartengono all'insieme dei lavori della letteratura psicologica e sociale, riguardante le propensioni e le dinamiche comportamentali umane.

Infatti, il lavoro di ricerca di Darr e Kurtzberg del 2000 ha condotto un'analisi sul business delle pizze domicilio in Inghilterra.

Tutte le società prese in analisi in questa ricerca sono affiliate ad un'unica società madre con sede legale negli Stati Uniti d'America. Il campione preso in analisi nella ricerca comprende 41

punti vendita facenti parte di 11 franchise differenti, due-terzi di questi punti vendita hanno come società madre un'azienda americana, quindi seppur facente parte di una nazione definita come "occidentale", appartenente ad una cultura differente.

I risultati di questa ricerca indicano che la similitudine della strategia di affari genera un contesto favorevole capace al trasferimento di conoscenza.

I negozi di pizzerie del campione hanno ridotto il costo unitario di produzione grazie al l'apprendimento specifico del negozio, al trasferimento di conoscenze tra negozi appartenenti allo stesso franchising e al trasferimento di conoscenze tra negozi secondo la stessa strategia commerciale.

Queste conclusioni sostengono il fatto che le persone, a livello psicologico, tendono a essere maggiormente attratte da quei comportamenti o da quelle attitudini che più assomigliano ai propri, dunque è possibile applicare questa teoria anche per quel che riguarda le risorse umane facenti parte di aziende che si trovano, dopo un'operazione di acquisizione, faccia a faccia con lavoratori appartenenti ad una cultura e con abitudini organizzative completamente diverse.

Altre ricerche appartenenti alla letteratura di ambito psicologico e comportamentale, in accordo con quanto appena enunciato, hanno posto il focus della loro analisi sulla propensione umana alla fiducia interpersonale riuscendo ad affermare che la condivisione di norme, ideologie e, in generale, valori culturali facilita l'emergere di un sentimento di fiducia reciproco, limitando così possibili attriti oppure veri e propri conflitti.

Di conseguenza questa caratteristica della propensione umana alla fiducia nei confronti di quegli individui che risultano avere un profilo culturale, sociale e ideologico maggiormente simile tra loro, si può riflettere anche a considerazioni di stampo prettamente aziendale, in particolare è possibile trasferire queste considerazioni anche nel campo delle operazioni M&A.

Questo è possibile poiché l'azienda, per definizione stessa, è oltre che un complesso di beni organizzato al fine di creare valore aggiunto, anche un'istituzione composta da persone, che a loro volta sono soggette alle dinamiche comportamentali studiate da queste ricerche (vedi Lewicki e Bunker 1995).

Dati i lavori di ricerca qui citati è possibile osservare che il fattore delle differenze culturali presenti ad ogni livello organizzativo tra la società acquirente e quella target dell'operazione non viene sempre considerato come un elemento in grado di generare del valore aggiunto all'impresa acquirente.

Bensì, un intero filone di ricerche appartenenti alla letteratura di ambito M&A considera la variabile della differenza di retaggio culturale come un elemento che ha un impatto sostanzialmente negativo sulle già basse probabilità che un'operazione M&A ha di concludersi con successo.

I lavori appena esaminati, infatti, sostengono che sarebbe una soluzione migliore per le società acquirenti optare per acquisizioni che abbiano come target delle aziende locate in paesi con lo stesso ceppo stampo culturale.

Oppure, sostengono sempre le ricerche sopra citate, che nel caso le società si trovino a dover acquistare società culturalmente molto distanti la soluzione migliore dovrebbe essere quella di valutare la compatibilità tra le culture e l'organizzazione delle due aziende protagoniste dell'operazione, per fare in modo di massimizzare le probabilità che l'operazione di acquisizione ha di generare un valore aggiunto negli esercizi successivi alla sua conclusione.

In conclusione, è possibile affermare che la visione di questo filone letterario è negativa nei confronti del fattore delle differenze culturali, le considera infatti come un elemento da evitare o al più un ostacolo da superare per permettere alla società acquirente di rispettare i ritorni sul piano contabile che vengono solitamente preventivati prima di optare per un'operazione tanto complessa a livello strategico e organizzativo come un'acquisizione di azienda.

Quest'ultima visione potrebbe risultare un po' estrema per il fatto che, come è stato affermato precedentemente, ancora non sono sufficientemente chiare le discriminanti che portano all' successo o all'insuccesso delle operazioni di acquisizione aziendale, perciò escludere una variabile di tale importanza come le differenze culturali significa escludere dalla ricerca di ambito M&A anche alcuni ambiti che non sono relativi alla sfera economica ma possono rendere il lavoro di ricerca più approfondito, come, ad esempio, la letteratura di ambito psicologico e comportamentale delle risorse umane.

Tuttavia, parallelamente a questa visione negativa, si è sviluppata nel corso del tempo, anche una corrente di pensiero che vede le differenze culturali tra la società acquirente e quella target come un fattore di discriminazione tra successo e insuccesso di un'operazione di acquisizione.

1.5. Le opportunità delle operazioni di M&A

In controtendenza al filone letterario precedentemente descritto, il quale trae le origini delle proprie idee dalla letteratura di stampo aziendalistico e M&A, la quale pone il proprio focus su variabili sia appartenenti alla sfera economica o finanziaria, sia dalla letteratura passata di origine psicologica e comportamentale che valuta il comportamento umano in ambienti in cui la cultura e le abitudini sono differenti, si è sviluppata anche un'altra corrente.

Questa nuova corrente, al contrario della precedente, si fa portatrice di una visione maggiormente ottimistica del fattore della differenza culturale, ideologica e sociale che emerge nel processo di integrazione che segue la conclusione di un'operazione M&A di tipo cross-border.

Questa nuova corrente, infatti, vede le differenze culturali, più che come un ostacolo da valutare o evitare per ottenere una più facile integrazione dei processi organizzativi post acquisizione, come un'opportunità per ottenere nuove prospettive e nuove conoscenze in grado di migliorare la precedente organizzazione aziendale e, di conseguenza, vedono questo fattore di differenza sociale come un elemento in grado di portare ad un rendimento superiore le società che concludono operazioni M&A ponendosi come target società locate e che, contemporaneamente, operano in altre nazioni o addirittura altri continenti con tradizioni e un retaggio culturale completamente differente rispetto quello della società acquirente.

in accordo con questa corrente di pensiero, con una visione maggiormente ottimista sul fattore della differenza culturale tra azienda acquirente e società target dell'operazione, si pone il lavoro di Morosini et al. del 1998 che osserva una relazione positiva tra le differenze culturali presenti tra le aziende protagoniste dell'operazione M&A e i successivi risultati legati alla performance contabile delle società coinvolte.

Altri lavori ancora generalmente concludono che i risultati degli studi appartenenti al filone letterario che non considera come una risorsa, ma bensì come un ostacolo da arginare, il fattore della differenza culturale risultano essere inconsistenti e basati solamente su indagini empiriche, tanto che, sempre secondo questi studi, sarebbe preferibile continuare la ricerca prendendo maggiormente in considerazione nelle varie ricerche fenomeni culturali, sociali,

ideologici per ottenere un punto di vista più consistente sul fenomeno, come sostengono alcune ricerche passate (vedi Schoenberg 2000).

Infatti, per lunghi tratti del periodo di ricerca che ha visto come focus principale l'ambito M&A, i ricercatori hanno prestato relativamente scarsa attenzione ai processi delle operazioni M&A che potrebbero essere fortemente influenzati dalle differenze culturali, avendo così un effettivo impatto sui risultati post acquisizione.

Le operazioni M&A sono operazioni estremamente complesse e come tutte le operazioni caratterizzate da grande complessità non hanno un unico volto che va indagato per ottenere osservazioni approfondite ed evitare indagini superficiali del fenomeno, per questo, i sostenitori di questo filone che considera le differenze culturali come un fattore positivo per la performance affermano che c'è bisogno di ricerche più approfondite e orientate anche a questa variabile ma che contemporaneamente tengano conto del fine economico di un'operazione di acquisizione aziendale, dunque ritengono necessarie delle ricerche che integrino variabili psicologiche, culturale e economiche per garantire un punto di vista e delle osservazioni sufficientemente approfondite sull'ancora attuale tematica delle operazioni M&A di tipo cross-border.

Ricerche capaci di comprendere più variabili di diversa natura, potrebbero infatti, fornire una visione più chiara dei complessi meccanismi delle operazioni di acquisizione, valutare meglio l'impatto di variabile di stampo differente da quello economico e magari, successivamente, ottenere delle risposte in grado, dal lato pratico, di fornire maggiore conoscenza su queste operazioni e aumentare sensibilmente le probabilità di creazione di valore post acquisizione per le società che optano per tale strumento di rapida crescita economica.

La teoria, sostenuta da questo secondo filone letterario, vale a dire quella che sostiene che la differenza culturale tra le società coinvolte nell'operazione di acquisizione può essere una fonte di creazione di valore aggiunto e non solo un mero ostacolo all'integrazione tra le società coinvolte, è stata portata avanti anche da alcuni studi, in controtendenza alla maggior parte dei lavori di ricerca svolti fino a questo momento nell'ambito M&A e che sono stati enunciati e analizzati nel precedente paragrafo.

Questa seconda visione si basa sull'assunzione che le differenze, piuttosto che le similitudini tra le società protagoniste dell'operazione, creano delle opportunità per ottenere nuove

sinergie e per ottenere anche nuova conoscenza, fattore che solo l'assorbimento di una società composta da risorse umane molto diverse sia a livello di abitudini, ideologie sia di cultura può fornire.

A favore di questa idea si pone il lavoro di Vermaulen e Barkema del 2000 che sostiene che, fino a questo momento le ricerche sulle acquisizioni aziendali si sono focalizzate sull'acquisizione in sé, andando ad esaminare questioni quali i problemi legati alla performance contabile oppure difficoltà legate all'integrazione dell'organizzazione, a livello di management, imposta dalla società acquirente nei confronti della società target.

Questo studio prova ad andare oltre a queste prospettive classiche, infatti studia l'influenza di acquisizioni, basate sull'assorbimento di una società con un retaggio culturale completamente differente oppure acquisizioni che rimangono all'interno dei confini nazionali, sulla crescita delle società acquirenti negli esercizi successivi al completamento dell'operazione.

Lo studio argomenta che lo sfruttamento delle conoscenze e dei Know-how di un'altra cultura basata su un tipo di strategia definita "greenfield", cioè una strategia alternativa alle acquisizioni in cui una società già strutturata decide di aprire un nuovo business in un paese straniero mantenendo comunque la stessa struttura organizzativa, rende la società inerte e meno propensa a migliorarsi a livello di crescita economica.

Al contrario invece, sostiene sempre questo studio, una strategia basata sulle acquisizioni può ampliare le conoscenze delle società acquirenti e diminuire l'inerzia dal punto di vista della crescita economica, migliorando la redditività degli esercizi successivi, quindi migliorando le prospettive di lungo periodo in termini di crescita aziendale.

La ricerca, infine, suggerisce come soluzione ottimale un bilanciamento tra i due tipi di strategia di crescita aziendale, in modo tale da poter ottenere da entrambi i tipi di operazione i vantaggi promessi, nello specifico le operazioni di tipo greenfield risultano essere tendenzialmente meno rischiose delle operazioni di acquisizioni aziendali, senza tuttavia poter garantire lo stesso rendimento a livello contabile negli esercizi successivi.

Altre ricerche che si basano su un punto di vista diverso, da quello “classico”, che fa perno sull’ottenimento di risorse e conoscenze utili da un’acquisizione, piuttosto che la mera creazione di valore o il solo miglioramento della performance contabile nelle annualità successive all’acquisizione, si pongono a sostegno dell’idea che le operazioni che coinvolgono società caratterizzate da una cultura e ideologie differenti possano essere un fattore positivo, se non addirittura un moltiplicatore della creazione di valore, e non un semplice ostacolo alla performance da evitare a tutti i costi.

Questi studi, infatti, hanno argomentato che l’attuazione di operazioni M&A può fornire alle società che optano per questa strategia di crescita rapida un vantaggio competitivo, dando loro accesso a risorse potenzialmente uniche che derivano dall’approccio e dal confronto con una cultura completamente diversa oppure da un sistema organizzativo che adotta tecniche differenti (vedi Morosini et al. 1998, Larsson e Finklestein, 1999, Olie e Verwaal, 2004).

Oltre ciò, i ricercatori hanno adottato una prospettiva di ricerca basata sull’apprendimento di nuovi metodi organizzativi volti al miglioramento della performance dell’azienda, dati dall’assorbimento di culture differenti, valutati poi dai potenziali benefici in termini di creazione di valore ottenuta negli esercizi successivi alla conclusione del procedimento per concludere un’operazione di acquisizione aziendale.

A sostegno di questa idea, la già precedentemente citata, ricerca di Vermaulen e Barkema del 1998, e del 2001, sostiene che le differenze in termini di cultura e sistema organizzativo potrebbero rompere le rigidità che influenzano il processo di acquisizione aziendale delle operazioni M&A, queste differenze infatti, sempre secondo questa ricerca, aiutano le società, protagoniste di un’acquisizione, ad ottenere conoscenze utili a sviluppare un sistema organizzativo nuovo e più efficiente, rispetto a quello precedente che viene solitamente imposto dalla società acquirente nei confronti delle società target dell’operazione.

Inoltre, le nuove conoscenze apportate dalle differenze culturali delle società assorbite, sostiene la ricerca, aiutano la società acquirente anche ad ottenere know-how e innovazione, dovuti ad un normale confronto con una realtà diversa, che se vista diversamente da un ostacolo come succedeva per il precedente filone di ricerca, potrebbe fornire un nuovo punto

di vista per spunti di innovazione possibilmente utili anche alla creazione di valore e alla performance sul piano contabile di breve e lungo periodo.

Sempre secondo la ricerca esiste un limite a quanto appena affermato, infatti, i molteplici benefici dati dal confronto con società assorbite, che presentano un retaggio culturale completamente diverso dall'azienda bidder dell'acquisizione, vengono realizzati solo se la differenza culturale in questione tra le due società promotrici dell'operazione non è tanto marcata da interferire gravemente con il processo di integrazione fra le società e di conseguenza con l'atteso trasferimento di risorse e conoscenze tra le aziende (vedi Bjorkman et al. 2007).

Ad esempio, se gli stili decisionali dei gruppi di professionisti che rappresentano il top management delle aziende coinvolte nell'acquisizione M&A risultano essere diametralmente opposti tra loro e oltre ciò non condividono gli aspetti chiave del loro processo organizzativo tra di loro, risulta essere molto improbabile che la società individuata come target possa effettivamente apportare nuove capacità strategiche tali da facilitare il processo di acquisizione e anche ottenere benefici economici quali l'aumento della performance sul piano contabile per gli esercizi successivi a quello di chiusura dell'operazione M&A.

Questo problema dell'eccessiva distanza culturale come ostacolo ai benefici delle operazioni di acquisizione, secondo alcune ricerche della letteratura passata, si verifica perché la distanza culturale, con tutte le sue implicazioni, accresce la probabilità che lo stile di management e di organizzazione aziendale risulti completamente incompatibile tra le società coinvolte nell'operazione, e di conseguenza che il fattore della differenza culturale diventi a tutti gli effetti, più che una risorsa capace di creare o addirittura moltiplicare le possibilità per le aziende, una vera e propria causa di problemi di integrazione tra le società (vedi Slangen, 2006).

Queste ultime argomentazioni dei ricercatori di ambito M&A si portano su una linea di pensiero più moderata riguardo le differenze culturali rispetto al precedente filone, che le considera come una preziosa risorsa aziendale in ogni caso, indipendentemente dal grado di differenza della cultura, delle ideologie e delle abitudini tra le due aziende protagoniste dell'acquisizione.

Infatti, i ricercatori suggeriscono che le differenze culturali eccessivamente marcate, presenti tra l'azienda promotrice dell'acquisizione e la società individuata come target, portano con minore probabilità ai vantaggi, precedentemente descritti, come il trasferimento di risorse strategiche, conoscenze e know-how appartenenti ad una cultura diversa.

Un altro aspetto, che porta i lavori di ricerca appartenenti alla letteratura passata a considerare le differenze come una risorsa che porta ai molteplici vantaggi sopra elencati, a condizione che queste differenze non siano però eccessivamente marcate è dato dalle informazioni che i ricercatori traggono dal mercato dei capitali.

Infatti, la prospettiva del mercato dei capitali riguardo al ruolo delle operazioni M&A suggerisce che la percezione, da parte delle risorse umane che caratterizzano l'organizzazione aziendale delle società coinvolte nell'acquisizione, influenza la creazione di valore per gli shareholders delle società coinvolte influenzando le aspettative degli investitori riguardo i futuri rendimenti sul piano contabile delle società che hanno optato per una operazione di acquisizione (vedi Chatterjee et al. 1992).

Questa concezione si fonda sul principio cardine della finanza che riguarda il fatto che i mercati incorporano, in quanto tali, tutte le informazioni disponibili nelle loro aspettative sui guadagni generati dalle aziende che vi aderiscono e nel prezzo corrente di mercato.

Mentre la validità di questa premessa è stata posta sotto analisi da alcune ricerche (vedi Barney 1988, Harrison et al 1991), infatti, ci sono evidenze che suggeriscono che non solo gli investitori tendono a valutare l'operazione M&A basandosi su considerazioni o di stampo finanziario oppure di stampo strategico, ma potrebbero anche considerare le implicazioni che possono avere le risorse umane coinvolte nell'operazione di acquisizione aziendale sul risultato finale in termini di impatto finanziario.

È possibile estendere questo tipo di ragionamento che fanno gli investitori nel valutare l'affidabilità di un'operazione di acquisizione aziendale anche alle operazioni M&A di tipo cross-border, infatti, la già precedentemente citata ricerca di Datta e Puia del 1995 suggerisce che l'esistenza di significative differenze di tipo culturale, tra l'azienda acquirente dell'operazione e la società individuata come target, potrebbero essere percepite dagli investitori, delle società coinvolte nell'operazione, come un fattore che porta ad un

tendenziale aumento dei costi amministrativi e di consolidamento che vanno tipicamente sostenuti durante l'iter per compiere un'operazione straordinaria.

Inoltre, nella ricerca sopra citata, viene argomentato che la distanza culturale potrebbe implicare un'inadeguata comprensione del mercato straniero in cui la società acquirente ha deciso di espandere il proprio business tramite lo strumento dell'acquisizione aziendale, dunque la differenza culturale potrebbe portare la società promotrice dell'acquisizione, data la scarsa comprensione del mercato in cui intende acquisire un target, a non avere sufficienti informazioni e di conseguenza a proporre un prezzo esageratamente alto per acquistare la società individuata come target, generando così un forte disallineamento tra prezzo d'acquisto della società e effettivo valore economico dell'azienda.

Infine, è possibile affermare, al netto di quest'ultima considerazione che il fattore della differenza culturale presente tra la società bidder e quella target, soprattutto se molto marcata, è in grado di influenzare il prezzo di acquisizione della società target, portandolo a discostarsi, a volte di molto, dall'effettivo valore dell'azienda.

Infine, è possibile concludere che alcune ricerche sopra citate mantengono una visione totalmente opposta a quelle descritte nel paragrafo precedente, più precisamente considerano il fattore delle differenze culturali come un elemento incondizionatamente positivo per quel che riguarda la creazione di valore aggiunto per le aziende che hanno adottato l'acquisizione come strumento di crescita rapida.

Oltre questo filone, che vede positivamente le differenze culturali, è stata evidenziata un'altra corrente letteraria che invece considera le differenze culturali in maniera più moderata rispetto ai filoni descritti precedentemente.

Quest'ultima corrente, infatti ritiene che la variabile rappresentata dalle differenze culturali siano nel complesso una risorsa positiva per quel che riguarda la creazione di valore, a condizione tuttavia che la distanza a livello culturale, ideologico e comportamentale non sia eccessivamente marcata tra le società protagoniste dell'operazione.

Infatti, nel caso in cui una società decida di effettuare un'acquisizione cross-border nei confronti di un'azienda prescelta come target la quale appartiene ad un paese culturalmente molto distante, i ricercatori di quest'ultima corrente sostengono che in tal caso, le differenze

culturali, potrebbero diventare un elemento in grado di impattare negativamente sulle probabilità di successo, in termini di creazione di valore, dell'operazione M&A.

1.6. Collocazione della presente ricerca nella letteratura attuale

Come è stato evidenziato dai paragrafi precedenti la letteratura appartenente all' ambito M&A, dal momento in cui ha iniziato a crescere tre decadi fa, ha raggiunto una certa consistenza in termini di quantità e livello di approfondimento delle ricerche effettuate.

Tra la grande mole di lavori di ricerca portati a compimento, come descritto nei precedenti due paragrafi, è possibile individuare almeno due flussi di ricerca che si distinguono in maniera antitetica sulla considerazione del fattore delle differenze culturali come discriminante per il successo o l'insuccesso dell'operazione di acquisizione.

Il primo filone considera, come precedentemente affermato, il fattore delle differenze culturali come un ostacolo da evitare o quanto meno da trattare con attenzione da parte delle società che scelgono di portare a compimento un'operazione di acquisizione aziendale.

Questa corrente di pensiero ritiene più proficuo dunque, a livello pratico, evitare le operazioni di acquisizione che vadano ad ampliare il business dell'azienda acquirente verso mercati appartenenti a culture completamente differenti.

Il motivo di questa avversità alla differenza culturale risiede nel fatto che, queste ricerche, osservano come delle differenze sul piano culturale o ideologico possono interferire gravemente nel delicato processo di integrazione tra società bidder e target che avviene nell'arco temporale successivo al compimento dell'acquisizione.

Il secondo filone di ricerca, evidenziato nel precedente paragrafo, invece ammette la possibilità di considerare altre variabili oltre a quelle di natura economica e si schiera positivamente rispetto al fattore della differenza culturale in ambito M&A.

Le ricerche appartenenti a questa seconda corrente di pensiero giustificano questo punto di vista maggiormente ottimista e antitetico rispetto al precedente filone letterario per il fatto che considerano il fattore delle differenze culturali come un'opportunità di creazione di valore.

Più precisamente quest'ultimo flusso letterario ritiene che la variabile delle differenze culturali, che emergono nel momento in cui una società intende acquisire un'altra azienda

locata in un paese differente dal proprio, rappresentino una possibilità di confronto con metodi di organizzazione aziendali differenti.

In particolare, dal confronto che emerge tra la cultura della società acquirente con quello della società target dovrebbe, sempre secondo i ricercatori, portare il nuovo gruppo aziendale a sviluppare un sistema organizzativo più efficace del precedente, inoltre questo confronto culturale è causa di creazione di valore aggiunto per entrambe le società per via del conseguente scambio di conoscenze e know-how utili a migliorare la performance sul piano contabile delle società.

Rispetto questi due schieramenti ideologici, emerge successivamente un ulteriore filone che si pone in maniera favorevole al fattore delle differenze culturali come discriminante dal potenziale impatto positivo sulla futura creazione di valore aggiunto da parte delle società coinvolte nel processo di acquisizione.

Quest'ultimo filone tuttavia rispetto al precedente si pone su una dimensione più moderata rispetto alle differenze culturali, infatti, pur considerandole come un elemento in grado di apportare nuove conoscenze utili a migliorare la performance, ritiene anche che un'eccessiva differenza a livello culturale potrebbe diventare un fattore negativo.

Infatti, i ricercatori di tale ambito osservano che un'eccessivamente marcata differenza culturale tra la società acquirente e l'azienda target risulta essere un ostacolo all'integrazione dei sistemi organizzativi delle due società, causando in questo modo una serie di comportamenti da parte delle società coinvolte che ostacolano il successo dell'operazione M&A.

Il presente lavoro, rispetto alla letteratura fin qui analizzata, si colloca sulla stessa linea operativa dei lavori più recenti di tale ambito, per il fatto che si pone come obiettivo l'indagine di quali fattori o motivazioni potrebbero rappresentare un elemento discriminante per la scarsa probabilità di successo dell'operazione di acquisizione aziendale.

In particolare, questa tesi, rispetto ad altri lavori della letteratura precedente, oltre a porre il proprio focus di indagine sul fattore delle differenze culturali, ammette anche un'ulteriore discriminante data dal diverso grado di intensità che queste differenze possono assumere.

Per perseguire questo obiettivo la presente indagine ha utilizzato variabili di stampo economico, escludendo quelle di natura psicologica e comportamentale, per poter dare una valutazione oggettiva della performance contabile delle società che hanno portato a termine l'operazione di acquisizione aziendale.

In ogni caso i particolari della metodologia adottata dal presente lavoro sono illustrati con maggiore cura e dettaglio nel successivo capitolo.

Capitolo 2. Le ipotesi di ricerca

All'interno del vasto macro insieme di ricerche scientifiche appartenenti alla letteratura passata di ambito economico, vi è una categoria che si focalizza sullo studio delle operazioni di Mergers and Acquisitions. Questa particolare sottocategoria si prepone di approfondire, tramite osservazioni guidate da metodo scientifico, quell'ambito dell'economia aziendale che si occupa delle operazioni di acquisizione e di fusione.

In particolare, l'ambito di ricerca focalizzato sulle operazioni M&A risulta molto specifico poiché si occupa di operazioni di fusione oppure di acquisizione, queste operazioni vengono tipicamente definite come "straordinarie" nell'ambito della ragioneria e della contabilità, questa particolare definizione gli viene attribuita a causa della loro natura caratterizzata da grande complessità, in termini di meccanismi contabili e meccanismi giuridici che portano alla loro realizzazione, e anche a causa della loro rarità, intesa come scarsa possibilità di ripetere tale operazione nel corso della vita aziendale di una società.

Nel corso delle tre decadi che hanno visto lo svilupparsi delle ricerche, appartenenti all'appena descritto ambito M&A, si sono formati diversi flussi d'indagine molto spesso caratterizzati da diversi approcci alla ricerca, da differenti variabili prese in analisi per raggiungere l'obiettivo prefissato dal lavoro ed infine da punti di vista sull'argomento completamente opposti.

In particolare, dopo un iniziale periodo caratterizzato dall'aumento della quantità di ricerche portate a termine in tale ambito scientifico che poneva come filtro d'analisi solamente fattori e variabili puramente legate alla sfera economica o a quella di ambito contabile, si è resa protagonista dei flussi di ricerca la tendenza da parte degli esperti di prendere in analisi, all'interno dei loro articoli, oltre alle variabili di stampo puramente economico, anche alcune variabili derivanti da ambiti letterari completamente diversi, come l'ambito della psicologia comportamentale e delle scienze sociali. Questo particolare cambio di tendenza all'interno dei movimenti di ricerca, infatti, ha portato gli studi successivi a considerare all'interno delle loro analisi anche variabili molto distanti da quelle legate alla performance contabile ed estratte dai bilanci ottici delle società analizzate. Infatti, uno dei fattori maggiormente considerati come una discriminante in grado di impattare sul rendimento contabile delle

società che portano a termine un'operazione di acquisizione aziendale riguarda le differenze di stampo culturale esistenti tra la società acquirente e l'azienda target dell'operazione straordinaria.

Questa ventata di innovazione in termini di variabili prese in considerazione nei lavori di ricerca ha portato gli esperti ad ampliare il loro punto di vista sui complessi meccanismi delle operazioni di fusione e acquisizione e sulle loro probabilità di andare a tutti gli effetti a buon fine in termini di creazione, rispettando l'obiettivo finale di creare valore aggiunto che le società che le hanno portate a termine si prefissano solitamente.

Tuttavia, questa tendenza innovativa ad accogliere tra lo spettro delle variabili prese in esame dalle ricerche anche fattori riguardanti i differenti retaggi culturali delle società coinvolte nell'operazione straordinaria, ha fatto sì che si venissero a creare almeno due schieramenti con una visione completamente opposta. Un primo schieramento considera il fattore delle differenze culturali come un ostacolo, mentre il secondo schieramento considera questa variabile come un elemento positivo per ottenere una maggiore probabilità che dall'operazione straordinaria emerga, negli esercizi successivi al suo completamento, una migliore performance contabile.

Le analisi effettuate e le caratteristiche di questi flussi di ricerca sono state approfondite dalla presente tesi nel capitolo precedente riguardante la letteratura passata di tale ambito, tuttavia ciò che è possibile riscontrare con chiarezza da queste correnti di pensiero, che caratterizzano l'ambito di ricerca M&A, è che non emerge un vero e proprio elemento discriminatore della probabilità delle operazioni di fusione e acquisizione di avere successo oppure di rappresentare un fallimento, per le società che l'hanno portate a compimento.

In generale nell'ambito aziendale, il Consiglio di Amministrazione è il più importante organo per quel che riguarda l'attività di decision-making della società, è infatti responsabile dell'approvazione di operazioni molto complesse, sia a livello contabile che giuridico, come le acquisizioni aziendali.

Uno dei punti solitamente preso in analisi con maggiore frequenza dal Consiglio di Amministrazione riguarda l'effettiva convenienza dal punto di vista della performance contabile di tali operazioni.

Normalmente tale convenienza è rappresentata dai vantaggi che tipicamente vengono portati da un'operazione straordinaria di questo tipo, i quali possono essere: strategici, economici e finanziari

I vantaggi strategici sono collegati alla capacità di posizionarsi in maniera competitiva all'interno del mercato, possono riguardare la possibilità di aumentare la quota di mercato della società acquirente, possono anche essere inerenti all'ingresso in nuovi mercati o in nuovi settori con il fine di focalizzare in maniera diversa gli affari, acquisire nuovi clienti e fornitori ed infine, utilizzare questa operazione per migliorare la propria immagine.

Possibili vantaggi economici riguardano prevalentemente, la riduzione di costi che le operazioni potrebbero generare grazie alle economie di scala o esperienza che le concentrazioni societarie consentono di sfruttare.

I vantaggi finanziari, invece, Derivano dalla possibilità di effettuare investimenti futuri che, prima dell'operazione, erano al di fuori della portata dell'azienda acquirente.

Inoltre, l'entrata di nuovi azionisti rappresenta un'ulteriore fonte per la creazione di valore. Dunque, il vantaggio finanziario emerge in quanto, queste operazioni, comportano un apporto di risorse finanziarie ad un costo del capitale tendenzialmente inferiore.

Queste caratteristiche positive delle operazioni di acquisizione aziendale sono sostenute da parte della letteratura riguardante le operazioni M&A di tipo cross-border (vedi Datta e Puia 1995).

Tuttavia, l'operazione di acquisizione aziendale potrebbe anche essere soggetta a delle complicazioni che possono portare svantaggi per la società acquirente.

Ciò avviene poiché, questa complessa e rara, all'interno della normale vita aziendale, operazione, porta nella quasi totalità delle volte ad una riorganizzazione dell'azienda e dei

suoi meccanismi, nell'intento di integrarsi con gli assetti organizzativi, sociali e culturali dell'acquirente.

Dunque, questo aspetto di integrazione con gli assetti organizzativi e culturali dell'azienda acquisita potrebbe, nel caso di mancata compatibilità, dar vita ad una minore performance contabile rispetto a quella stimata anteriormente all'acquisizione.

Da ciò deriva la prima ipotesi formulata da questa tesi, secondo la quale un'operazione complessa come quella di acquisizione aziendale non porta sempre e solo a dei vantaggi, ma nel caso in cui non dovesse esserci la giusta compatibilità tra società "bidder" e società "target" potrebbero anche presentarsi delle complicazioni economiche che non rispettano le previsioni fatte prima dell'operazione.

In altre parole, un'acquisizione aziendale, nel caso in cui la scelta della società acquisita sia errata perché poco attenta alla compatibilità fra le società, potrebbe portare a minori prestazioni contabili negli esercizi successivi alla conclusione dell'operazione.

Pertanto, la prima ipotesi qui proposta viene così formulata:

ipotesi1: l'operazione M&A porta ad un aumento della performance delle società target e bidder negli esercizi successivi alla sua conclusione.

Durante le ultime quattro decadi il numero di ricerche e studi, riguardanti le variabili che potrebbero avere dell'influenza sulla performance aziendale successiva all'operazione M&A, sono molto aumentate. Nonostante questo costante incremento degli studi e ricerche su tale argomento, la chiave del successo di un'operazione di acquisizione, oppure il motivo scatenante il fallimento di tale operazione, rimangono ancora sconosciuti.

All'interno della letteratura riguardante le operazioni M&A esistono due filoni che hanno una considerazione dell'esistenza di differenze culturali tra l'azienda bidder e quella target sostanzialmente opposte.

Una corposa parte delle teorie e delle ricerche sul ruolo che rappresentano le differenze culturali nelle operazioni di acquisizione, considera queste diversità come un mero ostacolo

all'integrazione dei processi aziendali dell'acquisita con quelli dell'acquirente, individuandolo come un fattore di rallentamento della performance economica risultante negli esercizi successivi all'operazione. Questo filone sostiene come assunto chiave quello secondo il quale le differenze culturali rappresentano una fonte di rischio e un potenziale ostacolo all'ottenimento dei benefici sopraelencati che dovrebbero emergere da operazioni M&A (vedi David and Singh 1994). Questa idea è sostenuta anche da parte della letteratura inerente alla psicologia sociale, sembrerebbe infatti che, come sostengono (Byrne 1971, Darr e Kurtzberg 2000), le persone presenterebbero la tendenza ad essere attratti verso attitudini comportamentali simili alle proprie, sempre secondo questi studi la condivisione di regole, ideologie e valori faciliterebbe l'emergere di fiducia reciproca, limitando così il rischio di potenziali conflitti.

Un'altra parte della letteratura sull'argomento invece, mantiene una concezione più moderata secondo la quale, la variabile della differenza culturale potrebbe rappresentare un elemento in grado di portare ulteriore know-how e prospettive organizzative diverse, sostiene dunque che la differenza culturale nell'operazione M&A possa migliorare la performance contabile futura. Quest'altro schieramento della letteratura, con idee contrapposte a quelle dell'altro filone, evidenzia una correlazione positiva tra le differenze culturali e la performance contabile post-acquisizione (vedi Morosini et al. 1998). Inoltre, presenta come assunto che, nelle dinamiche post-acquisizione, una maggiore presenza di differenze rispetto alle similitudini può creare opportunità per nuove sinergie, conoscenze e innovazioni (vedi Barkema e Vermeulen 1998, 2001).

Sulla base di questi elementi, questo lavoro si interroga sulla variabile della differenza culturale, in particolare si chiede se potrebbe rappresentare un ostacolo all'integrazione degli assetti tra l'azienda "bidder" e quella "target", diventando causa di una scarsa performance contabile post acquisizione.

Oppure, come sostengono altri studi, se la differenza culturale potrebbe rappresentare un fattore scatenante maggiori vantaggi che porterebbero l'azienda ad un miglioramento della prestazione futura sul piano contabile.

Dunque, essendo la differenza culturale, secondo la letteratura, una variabile chiave per il successo di un'acquisizione aziendale, la seconda ipotesi che questo lavoro si propone di prendere in causa riguarda l'impatto di questa diversità sulla performance contabile durante gli esercizi successivi all'operazione.

Dunque, la seconda ipotesi qui proposta:

Ipotesi 2: le differenze culturali esistenti fra società target e bidder hanno un effetto sulla performance successiva all'operazione.

Oltre al fattore della differenza culturale, esistente tra l'azienda acquisita e quella acquirente, un altro aspetto, che potrebbe influenzare la capacità delle aziende protagoniste dell'operazione di creare integrazione tra i sistemi organizzativi, e quindi ottenere una performance contabile in linea con le aspettative, riguarda il grado di differenza culturale esistente.

Esistono, infatti, alcuni studi che affermano che se la distanza culturale e sociale fra le due aziende risultino essere eccessivamente marcate, queste potrebbe rappresentare un fattore di interferenza nel processo di integrazione, nella condivisione di risorse, nello scambio di know-how tra le due aziende e nella creazione di sinergie (vedi Bjørkman et al. 2007).

Ad esempio, se il modus operandi del top management dell'azienda acquirente è diametralmente opposto a quello dell'azienda acquisita e non viene condivisa la dimensione organizzativa della società, risulta improbabile che l'azienda "target" possa aggiungere degli asset o delle conoscenze che possono portare all'azienda "bidder" i vantaggi attesi dall'operazione M&A.

Secondo questi studi, il mancato risultato dei vantaggi post-acquisizione avviene perché un'eccessiva distanza culturale aumenta le probabilità che i top management delle due aziende abbiano modus operandi organizzativi incompatibili fra loro (vedi Slangen 2006).

Sulla base di quanto affermato da questi studi, la terza ipotesi che questa tesi si propone non riguarda solamente il fattore della diversità culturale ma, più nello specifico, il grado di differenza esistente tra la cultura dell'azienda acquirente e quella dell'azienda target dell'operazione.

In altre parole, si ipotizza che una marcata differenza di cultura tra le due aziende possa incidere sul processo di integrazione e quindi sulla performance contabile post- acquisizione. Pertanto, la terza ipotesi qui formulata:

Ipotesi 3: a seguito dell'acquisizione di una società appartenente a un contesto culturale molto diverso, la performance contabile ottenuta negli esercizi successivi all'operazione è relativamente inferiore.

Date le precedentemente enunciate ipotesi di ricerca, questa tesi si pone come obiettivo quello di indagare il fattore delle differenze culturali all'interno dei complessi meccanismi che portano al compimento delle operazioni di fusione e acquisizione. In particolare, il presente lavoro intende verificare quale può essere l'impatto che l'elemento del differente retaggio culturale, presente nel confronto tra la società acquirente e quella individuata come target dell'operazione, può avere nel definire le probabilità di successo oppure di insuccesso dell'operazione straordinaria ed in particolare le probabilità che ha la società bidder di ottenere una rendita contabile migliore negli esercizi successivi al completamento dell'operazione M&A.

In più, dopo aver considerato i lavori di ricerca appartenenti alla letteratura passata di ambito M&A, la presente ricerca, allo scopo di fornire un valore aggiunto rispetto alle precedenti ricerche, oltre a considerare il fattore delle differenze culturale impone come variabile d'analisi anche il diverso grado che questa differenza in termini culturali può assumere nelle acquisizioni aziendali di tipo cross-border, fornendo un punto di vista più approfondito sul valore che questa variabile di stampo sociale e psicologico può assumere in relazione ad un'operazione prettamente appartenente alla sfera economica.

Il presente capitolo della tesi, dunque enuncia gli obiettivi della ricerca, mentre i successivi sviluppano la metodologia che è stata adottata, gli strumenti di ricerca, le variabili prese in esame e i test per verificare la significatività delle osservazioni, vale a dire tutti i passaggi necessari per poter perseguire gli obiettivi qui prefissati.

Capitolo 3. La metodologia adottata nella ricerca

L'obiettivo di questa tesi è provare ad indagare l'impatto che la variabile del grado di differenza culturale potrebbe avere, a livello puramente contabile, su aziende relativamente importanti che recentemente hanno portato a buon fine l'iter per un'acquisizione aziendale, sia che si tratti di un'acquisizione avvenuta all'interno della stessa nazione dove l'azienda è locata e opera, sia che si tratti di un'acquisizione rivolta verso paesi appartenenti ad altri continenti, quindi un'operazione di tipo cross-border.

Sulla base di quest'obiettivo, il presente lavoro ha formulato diverse ipotesi di ricerca che riguardano l'impatto della differenza culturale sulla performance contabile e per poter testare queste ipotesi, questa tesi, ha adottato una metodologia basata sulle osservazioni e le conseguenti affermazioni. È possibile dunque affermare che sia stata utilizzata un'analisi di tipo empirico, L' utilizzo di questa metodologia di ricerca, infatti, parte sempre dall'elaborazione dei dati ottenuti per poter poi procedere all'osservazione di un eventuale fenomeno e si sviluppa infine un'analisi successiva ai fatti.

Più specificatamente, la metodologia adottata per testare le ipotesi formulate al paragrafo precedente, consiste nell'analisi di dettaglio di oltre cinquanta bilanci civilistici, aggiornati all'esercizio 2019, appartenenti ad un campione di aziende aventi sede e operanti in tutto il mondo che, tra il 2012 e il 2016, hanno portato a termine con successo tutto l'iter che consente di finalizzare un'operazione di acquisizione aziendale.

Dunque, per poter perseguire l'obiettivo di rispondere alle ipotesi precedentemente formulate si è proceduto a comparare, per tutte le variabili prese in esame, i loro valori emersi negli esercizi precedenti al completamento dell'operazione straordinaria con i valori risultati negli esercizi successivi a tale operazione. Sostanzialmente, questo lavoro ha provato a verificare se i valori assunti dalle variabili posteriormente all'evento dell'acquisizione fossero inferiori in rapporto ai rispettivi valori emersi dagli esercizi precedenti, se fossero simili e quindi poco discostati da quelli evidenziati negli anni precedenti, oppure se ci fosse stato un effettivo aumento del valore assunto dalla variabile e quindi se si fosse effettivamente registrato un significativo aumento della performance contabile.

Questo metodo di confronto dei valori assunti, dalle variabili prese in considerazione nello studio precedentemente e posteriormente all'operazione di acquisizione, ha dunque la funzione di

verificare se il completamento dell'operazione ha implicato qualche variazione effettiva nelle variabili qui considerate.

Ad esempio, questo lavoro ha provato a verificare se il valore della voce di conto economico "ricavi delle vendite e delle prestazioni" presentasse delle significative differenze tra il valore risultante dalla media degli esercizi precedenti all'operazione M&A e la media che tale variabile ha successivamente assunto negli esercizi seguenti.

Tuttavia, la sola rilevazione di eventuali scostamenti del valore della media delle variabili, individuata gli anni precedenti all'operazione M&A, con il valore medio della variabile negli esercizi posteriori all'operazione, non è sufficiente per affermare che la differenza individuata è significativa.

Dunque, per ovviare a questa problematica e per rendere i risultati evidenziati dal confronto dell'andamento medio delle variabili più solidi, il presente lavoro applica alle variazioni un test statistico per variabili non parametriche, più precisamente il test statistico Wilcoxon-test.

3.1. Il campione

Il campione principale selezionato ai fini della presente analisi è comprensivo di oltre 50 aziende, che nell'arco temporale di cinque anni, hanno portato a buon fine l'intero iter per concludere un'operazione di acquisizione aziendale. Tale campione è stato definito seguendo un criterio basato sul costo complessivo che l'azienda target ha dovuto sostenere per acquisire l'azienda bidder, ovvero sono state selezionate le più rilevanti operazioni globali degli anni 2012, 2013, 2014, 2015 e 2016.

Nell'intento di raggiungere l'obiettivo di definire un campione di aziende adatto ad una ricerca volta a rispondere alle ipotesi formulate nel precedente paragrafo, è stato preso in analisi, per quel che riguarda l'arco temporale sopracitato, il rapporto che viene emesso annualmente dalla società di revisione KPMG. Tale rapporto elenca annualmente tutte le più rilevanti operazioni M&A concluse, non solo negli Stati Uniti d'America o all'interno dell'Unione Europea, ma bensì a livello globale, si tratta dunque sia di operazioni all'interno della stessa nazione sia con aziende appartenenti ad altri stati, ovvero operazioni cross-border.

Dopo aver identificato, grazie al rapporto annuale di KPMG, le aziende più rilevanti che hanno concluso un'operazione di acquisizione nell'arco temporale richiesto, questa ricerca, per poter ottenere tutti i dati contabili relativi ai bilanci civilistici delle aziende selezionate per far parte del campione di indagine, ha utilizzato il database di dati aziendali ORBIS.

Più nello specifico ORBIS è un database contenente informazioni societarie complete, specializzato in dati societari, assetti proprietari comprensivi di titolari effettivi, informazioni su deal, "rumours" di M&A e indicatori di solidità finanziaria. La caratteristica che rende questo database adatto alla ricerca qui effettuata è il fatto che comprende dati contabili di società internazionali, che saranno per quantità le principali all'interno del campione statistico, inoltre, un altro fattore, che rende questo database adatto alla ricerca, è che i dati compresi al suo interno sono standardizzati per consentire un agevole confronto tra società appartenenti a diversi paesi del mondo che potrebbero avere anche valute differenti oppure anche principi guida differenti per la redazione del bilancio.

Il campione ottenuto, per perseguire un'analisi adeguata a rispondere alle ipotesi di ricerca precedentemente formulate, è stato a sua volta scomposto in tre diversi campioni. Questa suddivisione del campione statistico principale è stata fatta appositamente per consentire di analizzare il possibile impatto sulla performance contabile della variabile della differenza culturale esistente tra l'azienda "bidder" e quella "target" che concludono un'operazione M&A.

il primo campione presenta l'intento di mostrare un basso grado di differenza culturale tra le due società protagoniste dell'operazione, infatti è composto da aziende Americane che hanno concluso l'operazione con un'azienda dello stesso stato, in questo specifico caso, per una questione di reperibilità dei dati, si tratta di aziende locate negli Stati Uniti d'America (USA su USA).

Il secondo campione intende rappresentare un livello medio di differenza culturale tra le due società, dunque è comprensivo di società locate e operanti negli Stati Uniti d'America che hanno effettuato un'operazione di acquisizione nei confronti di una società europea, oppure viceversa.

L'individuazione del terzo campione è stata necessaria per identificare il massimo grado di differenza culturale esistente tra due aziende che concludono un'operazione M&A, infatti, al suo interno, comprende aziende appartenenti a stati asiatici che acquistano aziende di stati di cultura occidentale, oppure che acquisiscono società presenti sul suolo africano o sud-americano, comprende inoltre aziende di stati di cultura occidentale che acquisiscono delle società appartenenti a continenti diversi dal loro.

Le aziende facenti parte del primo campione statistico considerato, cioè quello relativo a società che presentano un grado all'incirca nullo di differenza culturale con l'azienda target e quindi con entrambe sede nello stesso stato, sono le seguenti:

- *Charter Communication Inc (bidder), ha acquisito il 100% di time warner cable inc (target), per 55.6 mld di Dollari*
- *Century Link Inc. (bidder), ha acquisito il 100% di Level 3 Communication Inc (target), per 25,1 mld di Dollari*
- *HJ Heinz Co. (bidder), ha acquisito il 100% di Kraft Foods Group Inc (target), per 46,1 mld di Dollari*
- *Western Digital Corporation (bidder), ha acquisito il 100% di SanDisk Corporation (target), per 16.1 mld di Dollari*
- *Dell technologies inc (bidder), ha acquisito il 100% di EMC Corporation (target), per 66 mld di dollari.*
- *Exelon Corporation (bidder), ha acquisito il 100% di Constellation Energy Group Inc (target), per 7.8 mld di Dollari*
- *Abbvie inc. (bidder), ha acquisito il 100% di Pharmacyclics Inc (target), per 28,8 mld di Dollari*
- *Bristol-Myers Squibb Co (bidder), ha acquisito il 100% di Amylin Pharmaceuticals Inc (target), per 7.2 mld di Dollari*
- *CVS Health Corp (bidder), ha acquisito il 100% di Omnicare Inc (target), per 14,1 mld di Dollari*
- *Raytheon Technologies Corp. (bidder), ha acquisito il 100% di Goodrich Corp. (target), per 16,2 mld di Dollari*
- *Duke energy Corp (bidder), ha acquisito il 100% di Progress energy Inc. (target), per 25.8 mld di Dollari*
- *Johnson & Johnson (bidder), ha acquisito il 100% di Synthes Inc (target), per 20,1 mld di Dollari*
- *AT&T Inc. (bidder), ha acquisito il 100% di Time Warner Inc (target), per 85,4 mld di Dollari*
- *Amgen Inc. (bidder), ha acquisito il 100% di Onyx Pharmaceuticals Inc (target), per 9,7 mld di Dollari*
- *Pfizer Inc. (bidder) ha acquisito il 100% di Hospira Inc (target), per 15,8 mld di Dollari*
- *The Dow Chemical Co (bidder), ha acquisito il 100% di El du Pont de Nemours & Co (target), per 62,1 mld di Dollari*

- *Thermo Fisher Scientific Inc. (bidder), ha acquisito il 100% di Life Technologies Corp (target), per 15,5 mld di Dollari*
- *Reynolds American Inc (bidder), ha acquisito il 100% di Lorillard Inc (target), per 25,1 mld di Dollari*
- *Intercontinental Exchange Inc. (bidder), ha acquisito il 100% di NYSE Euronext (target), per 8,1 mld di Dollari*
- *Kinder Morgan Inc. (bidder), ha acquisito il 100% di El Paso Corp (target), per 24 mld di Dollari*
- *Comcast Corp (bidder), ha acquisito il 100% di Time Warner Cable Inc, per 46,2 mld di Dollari*

Le aziende appartenenti al secondo campione statistico, vale a dire quello comprendente al suo interno società con sede in uno stato occidentale appartenente all'Unione Europea oppure agli Stati Uniti d'America che hanno a loro volta acquisito aziende con sede e origine in uno di questi contesti culturali, sono:

- *General Electric Company (bidder, USA) ha acquisito il 100% di Avio S.p.A. (divisione 'Military and civil engines') (target, ITA), per 1,9 mld di Dollari*
- *Perrigo Corp (USA) ha acquisito il 100% di Elean Corp Plc (IRL), per 8,5 mld di Dollari*
- *FIAT S.p.A. (ITA) ha acquisito il 41,5% di Chrysler Group LLC (USA), per 2,7 mln di Euro*
- *Salini Costruttori S.p.A. (ITA) ha acquisito il 100% di Lane Construction Corporation (USA), per 379 mln di Euro*
- *Carlyle group (USA) ha acquistato il 100% di Marelli Motori S.p.A. (ITA), per 127 mln di Euro*
- *Wallgreen Co. (USA) ha acquisito il 45% di Alliance Boots GmbH (CHE), per 6,7 mld di Dollari*
- *Praxair Inc (USA) ha acquisito il 100% di Linde AG (GER), per 35,2 mld di Dollari*
- *Microsoft Corp (USA) ha acquisito il 100% di Nokia Oyj (Devices & Services Business) (FIN), per 5 mld di Dollari*
- *Diasorin S.p.A. (ITA) ha acquisito il 100% di Focus Diagnostics (USA), per 265 mln di Euro*
- *Danone (FRA) ha acquisito il 100% di the WitheWave foods Co (USA), per 10,4 mld di Dollari*
- *Chiesi Farmaceutici S.p.A. (ITA) ha acquisito il 42% di CornerstoneTherapeutics Inc (USA), per 80 mln di Euro*
- *Baxter International Inc. (USA) ha acquisito il 100% di Gambro AB (SVE), per 4 mld di Dollari*
- *Whirlpool Corporation Inc. (USA) ha acquisito il 100% di Indesit Company SpA (ITA), per 1,135 mln di Euro*
- *Honeywell International Inc. (USA) ha acquisito il 100% di Elster Group GmbH (GER), per 6,6 mld di Dollari*
- *A. Agrati S.p.A. (ITA) ha acquisito il 100% di Continental Midland Group (USA), per 250 mln di Euro*
- *Mohawk Industries Inc. (USA) ha acquisito il 100% di Marazzi Group Srl (ITA), per 852 mln di Euro*

Le società del terzo campione, cioè il campione statistico con il maggiore grado di diversità culturale tra le società, poiché si tratta di aziende che hanno acquisito aziende appartenenti ad un continente sia geograficamente che culturalmente distante, sono le seguenti:

- *Teva Pharmaceutical Industries Ltd (ISR) ha acquisito il 100% di Allergan PLC (USA), per 38,8 mld di Dollari*
- *Yazaki Investment Corporation (CHN) ha acquisito il 100% di Logikor Europe Ltd (UK), per 13,7 mld di Dollari*
- *Petrochina Corp Ltd (CINA) ha acquisito il 28,6% di ENI East Africa S.p.A. (MOZ)*
- *Hubei Sanonda Corporation (CHN) ha acquisito il 100% di Adama Agricultural Solutions Ltd per 2,9 mld di Dollari*
- *Softbank Corporation (JPN) ha acquisito il 78% di Sprint Nextel Corp (USA), per 21,6 mld di Dollari*
- *Nidec Corporation (JPN) ha acquisito il 100% di Ansaldo Sistemi Industriali S.p.A. (ITA), per 380 mln di Euro*
- *Dentsu Inc. (JPN) ha acquisito l'86,4% di Aegis Group Plc (UK), per 4,1 mld di Dollari*
- *Davide Campari -Milano S.p.A. (ITA) ha acquisito il 98,6% di Lascelles deMercado & Co Limited per 316 mln di Euro*
- *Exxon Mobil Corporation (USA) ha acquisito il 37,5% di Eni East Africa SpA (ITA)*
- *NTT Docomo Inc. (JPN) ha acquisito il 100% di Buongiorno S.p.A. (ITA), per 224 mln di Euro*
- *Recordati S.p.A. (ITA) ha acquisito il 100% di ZAO Akvion (RUS), per 67 mln di Euro*

Una caratteristica che va evidenziata del campione scelto per raggiungere l'obiettivo della presente tesi, e per verificare le ipotesi di ricerca precedentemente formulate, è che, il campione di riferimento principale è composto prevalentemente da aziende locate ed operanti negli Stati Uniti d'America e quindi appartenenti alla cultura Anglosassone, che risulta diversa dalla cultura Europea e Italiana.

Dunque, il punto di vista adottato da questa ricerca è basato sulle aziende Americane, anche se nel momento in cui il campione viene scomposto in tre distinti sotto campioni rappresentanti il diverso grado di differenza culturale esistente tra l'azienda target dell'operazione e quella bidder, all'interno dei due campioni che rappresentano un alto grado di differenza culturale sono comprese anche società non appartenenti alla cultura anglosassone, in particolare anche alcune società italiane. Questa scelta, inoltre, ha fatto sì che in questa ricerca, per poter ottenere i dati aziendali necessari a completare il campione, sia stato preferito il database ORBIS, piuttosto che, il più comune nel nostro paese, AIDA che fornisce solamente informazioni aziendali e bilanci ottici appartenenti a società locate nel territorio italiano.

Il presente lavoro, dunque, ha scelto di non prendere come riferimento il punto di vista di aziende italiane, e quindi utilizzarle come campione principale, per una questione di reperibilità dei dati. Le aziende Anglosassoni, più precisamente quelle Americane, infatti, tendono ad essere un numero superiore, ad essere mediamente di maggiori dimensioni in termini di performance contabile e ad affrontare una più grande quantità di operazioni di acquisizioni aziendale.

La scarsa rilevanza del fenomeno delle acquisizioni nel nostro Paese ha tradizionalmente determinato una carenza di dati empirici e di letteratura accademica sul tema al netto degli studi di ragioneria ed economia aziendale sul tema delle aggregazioni aziendali. La tradizionale predominanza di aziende familiari ed a controllo statale ha infatti inibito lo sviluppo di un efficiente mercato per le M&A e questo ha influenzato conseguentemente la letteratura accademica sul tema. Tale ragionamento è supportato dall'evidenza empirica fornita da Bellucci per il periodo 2006-2007. Se prendiamo in esame il numero assoluto di operazioni e

lo rapportiamo al numero di imprese totali presenti nel mercato, vediamo che l'Italia occupa, nella classifica dei paesi maggiormente attivi in termini di M&A, il penultimo posto. Tutto ciò è coerente con la letteratura di corporate governance che interpreta le acquisizioni come un meccanismo correttivo del mercato, nel momento in cui vi sia però reale contendibilità del controllo. Anche il contributo di Conca va in questa direzione: l'Autore definisce il mercato italiano dell'M&A come un mercato "ancora immaturo, assai frammentato e poco trasparente", anche se in evoluzione e sempre maggiormente orientato all'internazionalizzazione.

3.2. Variabili utilizzate

Nella presente tesi, per poter approfondire e provare a formulare delle affermazioni, tramite un metodo ipotetico deduttivo, riguardanti le ipotesi di ricerca formulate nel precedente capitolo sono state selezionate delle variabili chiave che presentano delle caratteristiche adatte ai fini dell'analisi e che hanno fatto in modo che venissero prese in osservazione a discapito di altre.

Dunque, la scelta delle variabili che più si adattano al presente lavoro è stata condizionata da una selezione, oltre che da ciò che è stato utilizzato in lavori simili appartenenti alla letteratura sull'argomento delle operazioni di acquisizione aziendale.

Infatti, alcuni lavori appartenenti alla letteratura passata, riguardante le operazioni M&A, propongono solitamente l'analisi di molte variabili di diversa natura per sviluppare la propria ricerca.

In questo caso, tuttavia, date le ipotesi di ricerca precedentemente formulate, le quali riguardano solamente il rapporto tra la differenza culturale esistente tra l'azienda target, la società acquirente e la relativa prestazione contabile, sono state adottate solamente delle variabili di natura contabile, ovvero tratte dai bilanci delle aziende selezionate nel campione statistico di riferimento.

Questa scelta è compatibile col fatto che l'indagine del fattore della differenza culturale tra le società protagoniste dell'operazione M&A, non essendo una variabile di natura contabile, è stata garantita dalla divisione del campione statistico in tre campioni, rappresentati ognuno un diverso grado di differenza culturale, mentre per poter garantire anche un'adeguata indagine della possibile variazione della performance contabile sono state selezionate variabili di natura contabile.

Inoltre, come precedentemente affermato, alcuni studi appartenenti alla letteratura sull'argomento hanno utilizzato delle variabili contabili per la loro ricerca, uno di questi è, ad esempio il lavoro di Morosini et al. dell'anno 1998 e la ricerca di Weber del 1996.

Perciò, sulla base delle motivazioni sopra specificate le variabili di natura contabile che questa tesi ha deciso di prendere in esame sono:

- La voce di conto economico denominata “ricavi di vendita e delle prestazioni”, per questa variabile è stata confrontata la media dei valori degli esercizi precedenti alla conclusione dell’operazione M&A con la media degli esercizi successiva all’operazione.
- L’indice di bilancio espresso in termini percentuali ROA, definito come rapporto fra utile netto e totale dell’attivo, per quel che riguarda questa variabile è stato applicato lo stesso confronto avvenuto per la variabile precedente.

3.3. Descrizione delle variabili

Tabella 1- Conto Economico riclassificato a valore aggiunto

CONTO ECONOMICO A VALORE AGGIUNTO

Ricavi delle vendite e delle prestazioni

(+/-) Variazione delle rimanenze

(-) Costi esterni

(=) Valore aggiunto

(-) Costi del personale

(=) Margine operativo lordo (MOL o EBITDA)

(-) Costi non monetari

(=) EBIT

(+/-) Proventi e oneri da attività finanziarie

(-) Oneri finanziari

(=) Risultato ante imposte

(-) Imposte

(=) Utile d'esercizio

La tabella numero 1 espone il conto economico riclassificato secondo il criterio del valore aggiunto, la riclassificazione del conto economico descritta da questa tabella evidenzia come prima voce la variabile analizzata in questa tesi, vale a dire la voce di bilancio "ricavi delle vendite e delle prestazioni".

La riclassificazione del Conto economico è essenzialmente tesa a suddividere le aree della gestione in base alla loro pertinenza gestionale.

In particolare, lo schema previsto dall'art. 2425 del c.c. non è dissimile dai modelli che la dottrina e la prassi promuovono ai fini dell'analisi di bilancio, che tendono a distinguere ricavi e costi in base alle operazioni che li hanno generati. I valori presenti nell'area operativa dello schema riclassificato sono legati, infatti, all'attività svolta dall'impresa, come ad esempio i ricavi per la vendita di prodotti o erogazione di servizi, costi per materie prime, per il personale oppure per gli ammortamenti.

I valori afferenti all'area finanziaria riguardano invece i proventi e gli oneri derivanti dagli investimenti e dai debiti finanziari, come ad esempio i dividendi, gli interessi passivi e le variazioni dovute alle oscillazioni dei cambi di valuta.

L'importanza di tale articolazione sta nel poter identificare in che modo le aree della gestione contribuiscono alla formazione del risultato economico dell'esercizio.

Come precedentemente affermato, la prima voce evidenziata in questa riclassificazione è la prima variabile che è stata presa in analisi nel presente lavoro, vale a dire la voce di bilancio "ricavi delle vendite e delle prestazioni".

Con questa posta contabile, secondo regole del bilancio d'esercizio, si intende indicare i ricavi, che l'azienda ha conseguito in seguito alla vendita di prodotti e merci oppure conseguiti grazie alle prestazioni di servizi relativi alla gestione caratteristica dell'impresa, ossia tutto ciò che concerne la reale attività dell'azienda (core-business aziendale), dalla fase di investimento che fa l'azienda con l'acquisto della materia prima fino alla realizzazione del prodotto finito.

Più nello specifico, all'interno di questa voce, i ricavi vanno indicati secondo un criterio di competenza, bisogna dunque tenere conto dei ricavi di competenza dell'esercizio trattato, indipendentemente dalla data dell'incasso o del pagamento.

Tali valori devono essere iscritti in bilancio in maniera assoluta rispetto a resi, abbuoni, premi, imposte connesse con la vendita nonché al netto di sconti commerciali (art. 2425-bis, 1° comma, Codice civile).

Quest'ultima caratteristica della voce di conto economico "ricavi delle vendite e delle prestazioni" la rende particolarmente adatta ad essere utilizzata come variabile nel presente lavoro poiché consente di considerare i ricavi fruttati esclusivamente nell'esercizio preso in analisi, inoltre consente di isolare dall'analisi eventuali variabili distorsive della prestazione

contabile come potrebbero esser eventuali sconti commerciali o abbuoni passivi che società di determinati settori potrebbero abitualmente applicare.

Per perseguire lo scopo della presente tesi la sola analisi della voce di conto economico “ricavi delle vendite e delle prestazioni” non risulta sufficiente, dunque per poter avere un termine di paragone con i risultati ottenuti dalla rielaborazione della prima variabile è stata selezionata un'altra variabile chiave che potesse dare indicazioni adatte a valutare l'impatto di un determinato evento sulla performance contabile delle aziende facenti parte del campione.

Sulla base di ciò, La redditività dell'attivo netto (ROA) rappresenta la seconda variabile adottata per l'analisi prevista nel presente lavoro.

Questo indicatore può essere misurato attraverso il rapporto tra la voce di bilancio inserita nel documento di conto economico “risultato operativo aziendale” e la posta “attivo netto” iscritta invece nello stato patrimoniale.

Questo indicatore si presenta dunque con la seguente formula:

$$ROA = \frac{\textit{Risultato operativo aziendale}}{\textit{Attivo netto}}$$

Il numeratore di tale uguaglianza, ovvero il risultato ante oneri finanziari o anche reddito operativo aziendale, è l'espressione del risultato aziendale prima delle imposte e degli oneri finanziari. È molto utilizzato anche l'acronimo inglese “EBIT”, che deriva dall'espressione “Earnings Before Interests and Taxes”.

Il reddito operativo dunque, esprime il reddito che l'azienda è in grado di generare prima della remunerazione del capitale, comprendendo con questo termine sia il capitale di terzi sia il capitale proprio.

l'indice di bilancio ROA (indice di redditività dell'attivo netto) esprime il rendimento dato da tutte le risorse impiegate nell'attività dell'impresa.

Questo aggregato di bilancio risulta spesso estremamente utile per tutte quelle aziende che non hanno un core-business (attività tipica dell'impresa) sufficientemente circoscritto oppure sono delle capogruppo di società che operano in settori anche molto differenziati, proprio questa caratteristica lo rende un indicatore molto utile ai fini del presente lavoro, data l'eterogeneità dal punto di vista del settore di appartenenza delle aziende selezionate nel campione principale.

La valenza informativa dell'indice di redditività dell'attivo netto è particolarmente importante, poiché significativamente nulli due importanti dimensioni della gestione, che incidono invece sulla redditività del patrimonio netto, vale a dire: l'onerosità dei mezzi dei terzi e gli effetti dell'imposizione fiscale. Diversamente dall'indice ROE che, ponendo a numeratore l'utile netto e a denominatore il patrimonio netto, riflette l'incidenza globale di tutte le aree gestionali sulla redditività, il ROA consente di isolare, in termini di valutazione, l'abilità del management di far fruttare le risorse investite nella sola gestione caratteristica e accessoria-patrimoniale. Il ROA infatti non risente degli effetti economici negativi legati alle scelte di finanziamento e alle politiche fiscali a cui è sottoposta l'azienda. Risulta dunque fondamentale questa caratteristica del ROA di tenere separate dall'analisi l'onerosità dei mezzi dei terzi e l'imposizione fiscale perché potrebbe accadere di assistere ad aziende in grado di ottenere buoni risultati dalla gestione caratteristica e/o accessoria-patrimoniale che vengono tuttavia erosi in maniera significativa dagli interessi passivi frutto dell'indebitamento aziendale.

L'importanza di isolare anche gli effetti della gestione tributaria da quella caratteristica, invece, deriva dal fatto che le politiche in materia di fiscalità d'impresa adottate dallo stato di appartenenza dell'azienda incidono in maniera pesante sulla redditività dell'impresa, ma sono solo marginalmente sotto il controllo della direzione aziendale.

Inoltre, l'incidenza delle imposte risente in modo significativo anche delle scelte di finanziamento. Quindi per poter escludere gli effetti delle scelte di finanziamento risulta opportuno escludere anche quelli della gestione tributaria, entrambi questi fattori potrebbero infatti rappresentare delle variabili distorsive dell'indagine relativa alla performance contabile che il presente lavoro si propone di indagare.

Dunque, il ROA consente di analizzare la performance operativa di un'impresa ed effettuare confronti spazio-temporali a parità di condizioni, ossia senza considerare gli effetti delle scelte di finanziamento e delle modalità impositive previste dalla normativa fiscale, che potrebbero avere impatti anche molto diversi a seconda del Paese, oppure del settore, in cui opera l'impresa o delle caratteristiche dell'assetto produttivo aziendale.

Tutte queste caratteristiche dell'indicatore della redditività dell'attivo netto (ROA), hanno contribuito nella sua scelta come variabile di riferimento del presente lavoro di ricerca a discapito di altri indicatori o voci di bilancio.

Per ottenere una chiave di lettura adeguata dell'indice di redditività dell'attivo netto è necessario utilizzare un termine di riferimento esterno all'azienda considerata.

Tale termine di riferimento è dato dal valore che lo stesso indice assume con riferimento alla concorrenza più significativa o dal ROA medio di settore.

Il benchmark esterno di norma impiegato per determinare il posizionamento dell'azienda analizzata nell'arena competitiva, ottenendo una misura, sul piano economico, del successo delle politiche gestionali e commerciali dell'impresa rispetto a quelle dei principali competitor. Il confronto a livello di redditività dell'attivo netto risulta più rilevante di quanto non lo sarebbe in termini di redditività del patrimonio netto (ROE), dato che il ROA, essendo un indice meno generico, risente solamente della capacità di far fruttare le risorse impiegate nella gestione operativa, prescindendo dalla diversa natura delle fonti di finanziamento e dal diverso peso dell'imposizione fiscale che ne consegue.

Questo termine di riferimento, sebbene fornisca un'indicazione utile sulle capacità di creare valore del modello di business dell'impresa, risente tuttavia di due importanti limiti:

Il primo, riguarda il fatto che non è agevole identificare competitor pienamente confrontabili con l'impresa in oggetto a causa dell'elevata differenziazione di settori in cui le aziende possono operare contemporaneamente.

Il secondo invece si rifà al fatto che non è detto che in presenza di un ROA maggiore o in linea con quello dei principali competitor, si possa comunque esprimere un giudizio positivo sulla gestione caratteristica e operativa dell'azienda.

Con l'obiettivo di far fronte ai limiti intrinseci a questo indicatore di bilancio e ai limiti informativi della sola voce di conto economico "ricavi delle vendite e delle prestazioni", il presente lavoro li considera congiuntamente come variabili per l'analisi della performance contabile delle aziende che hanno concluso con successo un'operazione di acquisizione aziendale sia all'interno della propria nazione sia cross-border.

Per il fatto che la letteratura precedente, riguardante le operazioni M&A, è carente di studi che misurano direttamente la realizzazione di sinergie tra le due imprese che concludono l'operazione, ad esempio in termini di nuove capacità ottenute o in termini di condivisione di conoscenze, in questo lavoro vengono utilizzate solo variabili relative alla performance contabile. Infatti, secondo alcuni studi della letteratura l'utilizzo di variabili relative alla contabilità sono largamente considerate appropriate per individuare se le aziende che hanno portato a termine con successo l'operazione straordinaria hanno effettivamente sviluppato quelle sinergie che portano alla fine ad ottenere i vantaggi tipici di un'operazione di acquisizione aziendale (vedi Morosini et al. 1998, Weber 1996).

3.4. *L'analisi empirica*

Per tutte le società, individuate nel campione principale e in tutte e tre le scomposizioni del campione stesso, le quali definiscono la diversa gradazione di differenza culturale esistente tra l'azienda target e quella bidder, protagoniste delle rispettive operazioni straordinarie, vengono riportati:

- La media della variabile oggetto di analisi nel periodo antecedente all'acquisizione;
- La media della variabile oggetto di analisi nel periodo post-acquisizione;
- Il valore della differenza percentuale dei due valori;
- Il test empirico (Wilcoxon test) sulla significatività della differenza fra le mediane. Questo test restituisce un risultato che è interpretabile in maniera analoga al T-test ma, a differenza di quest'ultimo, il Wilcoxon test è un test non parametrico. Dunque, non richiede che le due popolazioni sulle quali viene effettuata l'indagine (osservazioni prima e dopo l'operazione di acquisizione) siano distribuite secondo la normale.

La presente ricerca, dopo aver ottenuto l'intero campione di aziende e i rispettivi bilanci, attraverso il report annuale della società KPMG e il database di dati aziendali ORBIS, e dopo aver individuato le variabili chiave ai fini dell'analisi prefissata; il primo passo di questa ricerca è stato calcolare il valore medio assunto dalle variabili considerate. Più precisamente, è stato calcolato il valore medio assunto, sia dalla variabile "ricavi della produzione e delle prestazioni" sia il valore medio dell'indicatore di bilancio ROA. Per entrambe le variabili il valore medio per tutti gli esercizi antecedenti all'operazione di acquisizione e anche per tutti gli esercizi successivi al compimento dell'operazione. Questo passaggio operativo ha permesso di poter ottenere un primo confronto riguardante la quantificazione numerica di quello che poteva essere, oppure non essere, l'impatto della differenza culturale sul piano della performance contabile delle aziende dei tre diversi campioni.

Oltre questa prima operazione, nel presente lavoro, per poter ottenere una visione ancora più approfondita della differenza emersa tra i valori medi delle variabili prima e dopo l'operazione

M&A, è stata calcolata la variazione percentuale emersa tra le medie precedentemente calcolate.

La variazione percentuale di una grandezza è un valore espresso in termini percentuali che esprime la differenza tra il valore finale e il valore e il valore iniziale di una grandezza, considerando come valore di riferimento quello iniziale. Per calcolare il valore percentuale di una grandezza è necessario conoscere il valore iniziale e il valore finale. Supponendo che x sia una delle grandezze considerate in questa ricerca e, in particolare, che x_i sia il valore assunto inizialmente dalla variabile oggetto di analisi e inoltre che x_f sia il suo valore medio negli esercizi successivi all'operazione di acquisizione.

Date queste ipotesi, la formula della variazione percentuale si presenta come segue:

$$\text{Variazione percentuale} = \left[\left(\frac{x_f}{x_i} \cdot 100 \right) - 100 \right] \%$$

Con:

$x_f = \text{valore finale}$

$x_i = \text{valore iniziale}$

Tuttavia, al fine di indagare le ipotesi di ricerca formulate nel precedente capitolo, la sola individuazione delle differenze e delle variazioni percentuali emerse tra i valori medi assunti dalle variabili, prima del compimento dell'operazione straordinaria e dopo la conclusione di tale operazione, non risulta un elemento sufficiente ai fini di garantire un'analisi empirica adeguata. Dunque, per poter rendere maggiormente consistenti e significativi gli eventuali scostamenti rilevati grazie alle metodologie descritte fin qui, il presente lavoro applica a tutti e tre i campioni definiti precedentemente un test statistico non parametrico, più precisamente il test statistico di Wilcoxon dei segni. Più precisamente è stato utilizzato il test dei segni per ranghi di Wilcoxon, vale a dire un test non parametrico applicabile nel caso di un singolo campione con due misure accoppiate. Esso ipotizza che la variabile dipendente derivi da una variabile casuale continua misurabile almeno su intervalli.

Nella presente tesi, è stato scelto di adottare un test statistico non parametrico, perché i test parametrici, come ad esempio i più comunemente utilizzati T di Student test e Z-test, sono costruiti sul presupposto che le osservazioni siano tratte da popolazioni rappresentanti valori normalmente distribuiti, nelle quali le varianze sono approssimativamente uguali. Questi metodi sono detti parametrici poiché, si basano su una stima dei due parametri della popolazione, la media e la varianza, che definiscono completamente una distribuzione normale. queste caratteristiche, tuttavia, non si riscontrano nel campione statistico che è stato definito nel presente lavoro per rispondere alle ipotesi di ricerca individuate, poiché, nel presente caso, il campione è composto solamente da aziende che sono state estrapolate dal rapporto annuale della società KPMG, dunque si tratta di società che provengono da contesti settoriali completamente diversi.

Dunque, come nel caso del campione statistico qui selezionato, se i dati sperimentali non sono compatibili con queste condizioni preliminari o se addirittura, le osservazioni sono misurate su una scala qualitativa ordinale, i metodi parametrici risultano poco attendibili e non idonei a garantire significatività ai risultati ottenuti nella ricerca poiché, la media e la varianza non sono sufficienti per una completa descrizione della popolazione.

Per queste ragioni nel presente lavoro, invece di un comune test statistico parametrico è risultato preferibile utilizzare, ai fini di un'analisi più veritiera e corretta adottare, invece delle osservazioni, i ranghi, cioè il numero d'ordine delle osservazioni stesse, allo scopo di calcolare test non parametrici (ovvero test liberi da distribuzione) nella verifica delle ipotesi preposte.

3.5. Statistica descrittiva

Tabella 2- statistica descrittiva del campione principale

VARIABILE	N	MEDIA PRE-ACQUISIZIONE	MEDIA POST-ACQUISIZIONE	MEDIA VARIAZIONE	DEV STAND C DELLA VARIAZIONE%
ROA	50	5,71	4,02	-0,45	0,78
Ricavi	50	22.272.594,100	33.313.923,120	0,56	0,90

La tabella numero 2 riporta le principali statistiche descrittive per entrambe le variabili considerate in relazione al campione principale dell'analisi, composto da 50 società, come ad esempio la media rilevata negli esercizi precedenti alla conclusione dell'operazione di acquisizione aziendale, la media rilevata posteriormente alla conclusione dell'operazione, la variazione percentuale dei due valori precedentemente definiti ed infine il valore della deviazione standard della variazione percentuale.

Per quel che riguarda quest'ultimo valore, a livello operativo è stato utilizzata la funzione di calcolo "DEV STAND C" del programma Excel per evitare il fenomeno statistico della correzione di Bessel.

La correzione di Bessel afferma che quando si utilizza un campione di un set di dati, invece di una intera popolazione, è necessario sottrarre 1 dal conteggio dei dati utilizzati (ciò viene scritto in statistica come n-1).

In ogni caso, le statistiche descrittive riportate nella tabella hanno come riferimento l'intero periodo considerato nel campione di riferimento, vale a dire un arco temporale che va dall'anno 2012 al 2016, inoltre comprendono un gruppo di 50 aziende, che rappresenta il campione principale della presente analisi, comprendente società per la maggior parte locate negli Stati Uniti d'America ma anche alcune aziende operanti in altri continenti.

Tabella 3- statistica descrittiva del campione con grado nullo di differenza culturale

VARIABILE	N	MEDIA PRE-ACQUISIZIONE	MEDIA POST-ACQUISIZIONE	MEDIA VARIAZIONE	DEV STAND C DELLA VARIAZIONE%
ROA	22	5,04	3,70	-0,50	0,91
Ricavi	22	21.165.772,390	31.939.971,220	0,69	0,86

La terza tabella riportata nella presente tesi identifica la stessa statistica descrittiva della tabella precedente comprendendo il valore medio delle variabili considerate prima dell'acquisizione, il valore medio delle variabili dopo l'acquisizione e il valore della deviazione-standard.

Tuttavia, quest'ultima statistica considera come oggetto dell'analisi solamente il sottoinsieme, analizzato nella presente tesi, che si riferisce alle società che hanno portato a termine operazioni di acquisizione aziendale con società appartenenti al loro stesso stato e più precisamente con il loro stesso retaggio culturale.

Tabella 4- statistica descrittiva del campione con grado medio di differenza culturale

VARIABILE	N	MEDIA PRE-ACQUISIZIONE	MEDIA POST-ACQUISIZIONE	MEDIA VARIAZIONE	DEV STAND C DELLA VARIAZIONE%
ROA	17	6,43	4,73	-0,36	0,69
Ricavi	17	37.666.276,000	56.359.613,000	0,39	0,72

La tabella numero 4, qui riportata, invece, descrive le statistiche descrittive per il secondo sottoinsieme del campione principale.

Questo secondo gruppo di società comprende tutte quelle che hanno deciso di adottare una strategia di crescita rapida e creazione di valore aggiunto basata sul portare a termine un'acquisizione aziendale di tipo cross-border.

Più precisamente le società presenti in questo campione di ricerca hanno portato a termine con successo un'acquisizione nei confronti di società appartenenti al continente europeo, andando a integrarsi, in questo modo, con un retaggio culturale diverso.

Tabella 5- statistica descrittiva del campione con massimo grado di differenza culturale

VARIABILE	N	MEDIA PRE-ACQUISIZIONE	MEDIA POST-ACQUISIZIONE	MEDIA VARIAZIONE	DEV STAND C DELLA VARIAZIONE%
ROA	11	5,95	3,55	-0,49	0,72
Ricavi	11	2.196.047,000	2.665.727,909	0,51	1,22

L'ultima tabella qui riportata espone la statistica descrittiva dell'ultimo sottoinsieme del campione principale della presente tesi.

Quest'ultimo campione comprende, infatti, tutte quelle società appartenenti al campione di ricerca principale che hanno optato per un'acquisizione di tipo cross-border, andando, tuttavia, ad acquisire e confrontarsi con delle società locate e operanti in paesi aventi un retaggio culturale, ideologico e organizzativo estremamente differente dal loro.

Una delle variabili della statistica descrittiva, adottata in tutte le tabelle qui riportate, è la deviazione standard, quest'ultima rappresenta un indice riassuntivo delle differenze dei valori di ogni osservazione rispetto alla media della variabile.

Infatti, Più c'è variabilità tra le osservazioni, più grandi sono gli scostamenti dalla media, maggiore è la somma dei quadrati e, quindi, più elevato è il valore della varianza e di conseguenza anche della deviazione standard. La deviazione standard, o scarto quadratico medio, ci fornisce quindi un'indicazione di quanto siano distanti fra loro i valori che fanno a formare una determinata media, fornendoci informazioni sulla volatilità del campione considerato.

Dalle tabelle soprariportate si può, in ogni caso, notare come la deviazione standard, sia per quel che riguarda la variabile ROA sia per la voce di conto economico denominata "ricavi delle vendite e delle prestazioni", assuma un valore molto basso, il che implica che la variazione percentuale delle medie non assume valori molto distanti tra di loro.

Tuttavia, ciò non accade per quel che riguarda la variabile dei ricavi delle vendite appartenente al sottoinsieme che comprende le società che hanno effettuato acquisizioni nei confronti di

società con differenze culturali estremamente marcate. In questo caso, infatti, la deviazione standard assume un valore superiore ad 1, risultando così superiore rispetto a tutti gli altri valori rilevati negli altri campioni.

Questa osservazione dunque evidenzia come i valori che definiscono la media per quella determinata variabile risultino essere fluttuanti, con alcuni risultati molto positivi e alcuni meno.

Un altro aspetto che viene evidenziato chiaramente dalla tabella di statistica descrittiva sopra riportata è il fatto che la media della variazione percentuale del ROA subisce un decremento, tanto da assumere un valore negativo, mentre la media della variazione percentuale della variabile “ricavi delle vendite e delle prestazioni” subisce un aumento.

Una possibile interpretazione di questi cambiamenti contrastanti potrebbe derivare dalla conclusione dell’operazione di acquisizione che avviene durante il periodo considerato, la quale potrebbe portare ad effetti contrastanti nel breve periodo per poi stabilizzarsi e portare ad un effettivo allineamento del trend delle variabili considerate nel lungo periodo.

In ogni caso, questi aspetti collegati all’analisi dei dati ottenuti dal campione statistico vengono ulteriormente approfonditi nel successivo capitolo il quale riguarda i risultati evidenziati dall’analisi e la discussione di tali risultati.

Inoltre al termine del capitolo successivo, allo scopo di aumentare il contributo del presente lavoro, verranno proposte alcune ipotesi di spiegazione dei fenomeni che emergono dall’elaborazione dei dati che è stata portata avanti durante il lavoro, col fine ultimo di tentare di approfondire l’impatto del fattore delle differenze culturali e tentare di contribuire anche nel lato pratico della materia a migliorare la probabilità di successo dell’operazioni straordinaria di acquisizione o di fusione.

Capitolo 4. Risultati ottenuti e discussione

Un capitolo del presente lavoro ha già esaminato e classificato i lavori appartenenti a tutta la letteratura passata di ambito M&A, delineando alcuni flussi di ricerca, che nonostante nel corso delle ultime tre decadi abbiano fatto notevoli miglioramenti, sia dal punto di vista della diversa natura delle variabili prese in esame sia da un punto di vista puramente metodologico, non sono riuscite tuttavia a definire con adeguata chiarezza che fattori determinano il successo o l'insuccesso di un'operazione straordinaria di acquisizione o di fusione.

Più nello specifico l'analisi della precedente natura ha evidenziato che, nonostante ci siano schieramenti con visioni completamente diverse, nessuna ricerca ha ancora individuato con adeguata sicurezza quali potrebbero essere i fattori discriminanti della bassa probabilità che le operazioni di acquisizione hanno di portare alle società che le hanno effettuate un valore aggiunto negli esercizi futuri.

In particolare, la revisione della letteratura di ambito M&A ha delineato almeno due correnti di pensiero con punti di vista contrapposti che affrontano l'indagine sui meccanismi delle operazioni di acquisizioni utilizzando come variabile di riferimento, per valutare l'impatto sulla performance contabile futura, il fattore delle differenze culturali presenti tra la società acquirente e quella delineata come target dell'operazione.

Al termine dell'analisi di questi flussi di ricerca emerge chiaramente, però, anche se questo fattore viene sempre meno sottovalutato dalle ricerche moderne, che non sono ancora state formulate delle osservazioni significativamente attendibili riguardo l'impatto che le differenze culturali possono avere in termini di performance contabile nel breve e nel lungo periodo.

Dunque, nonostante le ricerche siano, nel corso degli anni, notevolmente aumentate sia in termini di mole di lavoro sia in termini qualitativi, le cause che comportano una tanto bassa ed inaspettata probabilità di successo delle operazioni di acquisizione aziendale rimangono tutt'ora poco chiare, sia per gli studiosi della materia sia per gli operatori del settore che si trovano a portare a termine queste operazioni sul piano pratico.

Sulla scia di queste considerazioni, il presente lavoro di ricerca, si pone come obiettivo quello di indagare l'impatto che potrebbe avere la discriminante della differenza culturale nei complessi meccanismi necessari a portare a compimento un'operazione di acquisizione aziendale, che hanno un impatto sul successo o insuccesso di tali operazioni, inteso come possibilità, per le società che scelgono di portare a termine un'acquisizione, di ottenere una migliore performance sul piano contabile negli esercizi successivi alla conclusione dell'iter di acquisizione.

In particolare, questo lavoro, per perseguire l'obiettivo sopra citato, tenta attraverso un'analisi empirica di trovare risposte alle ipotesi di ricerca riguardanti lo scopo della presente tesi e formulate in un capitolo precedente.

Di seguito verrà esposta la ricerca portata avanti dalla presente tesi e inoltre verranno discussi i risultati ottenuti da essa per ogni singola variabile e per ogni confronto tra di esse che è stato effettuato.

Ciò viene proposto per ottenere delle osservazioni significative sul fenomeno delle acquisizioni d'azienda con particolare attenzione alle acquisizioni che avvengono nei confronti di società target che sono locate e operano in un paese culturalmente differente rispetto a quello della società acquirente.

Come già anticipato, un capitolo precedente del presente lavoro ha revisionato e classificato molti lavori appartenenti alla letteratura precedente dell'ambito delle operazioni di Mergers and Acquisitions.

In particolare, dalle prime ricerche che hanno preso forma in tale ambito emerge fin da subito che, sebbene le operazioni straordinarie di acquisizione aziendale dovrebbero portare molti vantaggi tanto sul piano strategico quanto su quello del rendimento contabile, ciò tendenzialmente non avviene.

Infatti, la prima ipotesi di ricerca qui formulata sostiene che un'operazione di acquisizione aziendale, nel caso in cui la scelta della società acquisita sia errata perché poco attenta alla compatibilità fra le società, potrebbe portare a minori prestazioni contabili negli esercizi successivi alla conclusione dell'operazione.

Più nello specifico la prima ipotesi qui formulata afferma:

Ipotesi 1: l'operazione M&A porta ad un aumento della performance delle società target e bidder negli esercizi successivi alla sua conclusione.

Per poter indagare questo fenomeno emergente dalle ricerche appartenenti al primo periodo di sviluppo del flusso di ricerca di ambito M&A, la presente tesi ha individuato, tramite i report della società di consulenza KPMG e il database di dati aziendali ORBIS, un campione di cinquanta società che durante la loro vita aziendale hanno portato a compimento con successo un'operazione di acquisizione.

All'interno di questo campione, che nel presente lavoro rappresenta il campione principale della ricerca, vi sono comprese sia società che hanno portato a termine con successo operazioni di acquisizione nei confronti di aziende target appartenenti allo stesso paese, o in generale con la stessa identità culturale, sia alcune società che hanno optato per un'acquisizione di tipo cross-border, dovendo così affrontare la delicata fase che comporta l'integrazione dei propri processi aziendali con quelli di una società con un retaggio culturale, ideologico e organizzativo completamente diverso.

Il campione statistico appena descritto, al fine di portare avanti lo scopo della presente tesi, viene sviluppato, in maniera distinta, per entrambe le variabili prese in considerazione per poter valutare sotto una chiave di lettura prettamente contabile il rendimento delle società che hanno portato a termine un'operazione di acquisizione.

In particolare, le variabili qui prese in esame, consentono sia una valutazione del rendimento espresso in termini contabili sia una comparazione tra il rendimento delle società che hanno adottato strategie di acquisizioni nei confronti di aziende appartenenti alla stessa nazioni con il rendimento di quelle aziende che hanno completato un'acquisizione di tipo cross-border.

Più nello specifico le variabili sono l'indice di bilancio ROA (redditività dell'attivo netto) e la voce di conto economico denominata ricavi delle vendite e delle prestazioni.

Infine, le variazioni dei risultati di entrambe le variabili, dati dal confronto tra il rendimento precedente all'acquisizione con quello post-acquisizione, vengono analizzate in base alla loro variazione percentuale, al fine di garantire un'immediata e comprensibile osservazione di quella che è stata la variazione della performance dovuta al completamento dell'operazione di acquisizione.

Tabella 6- campione statistico principale, analisi dei ricavi

VARIABILE	BIDDER	NAZIONE BIDDER	NAZIONE TARGET	MEDIA PRE ACQUISIZIONE	MEDIA POST ACQUISIZIONE	VARIAZIONE %
Ricavi vendite e prestazioni	ADAMA LIMITED	CHN	ISR	767.829,00	3.818.159,00	397%
Ricavi vendite e prestazioni	CHARTER COMMUNICATIONS, INC.	USA	USA	8.130.667,00	39.995.500,00	392%
Ricavi vendite e prestazioni	SALINI COSTRUTTORI S.P.A.	ITA	USA	1.518.367,00	6.038.272,00	298%
Ricavi vendite e prestazioni	INTERCONTINENTAL EXCHANGE, INC.	USA	USA	1.340.984,00	3.908.429,00	191%
Ricavi vendite e prestazioni	KRAFT HEINZ COMPANY	USA	USA	9.557,00	24.392,00	155%
Ricavi vendite e prestazioni	CELGENE CORP	USA	USA	5.138.125,00	12.192.300,00	137%
Ricavi vendite e prestazioni	SOFTBANK GROUP	JPN	USA	43.490,00	82.195,00	89%
Ricavi vendite e prestazioni	YAZAKI INVESTMENT CORP.	CHN	UK	857.869,00	1.488.230,00	73%
Ricavi vendite e prestazioni	THERMO FISHER SCIENTIFIC INC.	USA	USA	11.888.025,00	20.491.183,00	72%
Ricavi vendite e prestazioni	KINDER MORGAN, INC.	USA	USA	7.897,00	13.599,00	72%
Ricavi vendite e prestazioni	NEWELL BRANDS INC.	USA	USA	5.666.583,00	9.650.500,00	70%
Ricavi vendite e prestazioni	CVS HEALTH CORPORATION	USA	USA	118.421.200,00	193.395.400,00	63%
Ricavi vendite e prestazioni	EXELON CORPORATION	USA	USA	18.853.500,00	30.074.125,00	60%
Ricavi vendite e prestazioni	ABBVIE INC.	USA	USA	18.042.336,00	28.546.400,00	58%
Ricavi vendite e prestazioni	DUKE ENERGY CORPORATION	USA	USA	14.400.500,00	22.682.000,00	58%
Ricavi vendite e prestazioni	AGRATI S.P.A.	ITA	USA	443.917.203,00	691.468.888,00	56%
Ricavi vendite e prestazioni	COMCAST CORPORATION	USA	USA	57.956.200,00	88.744.800,00	53%
Ricavi vendite e prestazioni	REYNOLDS AMERICAN INC.	USA	USA	8.421,00	12.503,00	48%
Ricavi vendite e prestazioni	PERRIGO COMPANY PLC	USA	IRL	2.964.139,00	4.346.238,00	47%
Ricavi vendite e prestazioni	MOHAWK INDUSTRIES INC.	USA	ITA	6.380.302,00	9.295.249,00	46%
Ricavi vendite e prestazioni	PRAXAIR INC.	USA	UK	11.261,00	16.239,00	44%
Ricavi vendite e prestazioni	MICROSOFT CORPORATION	USA	FIN	77.087.000,00	110.087.167,00	43%
Ricavi vendite e prestazioni	AMGEN INCORPORATED	USA	USA	15.966.667,00	21.907.143,00	37%
Ricavi vendite e prestazioni	RECORDATI S.P.A.	ITA	RUS	979.720,00	1.338.134,00	37%
Ricavi vendite e prestazioni	DELL TECHNOLOGIES INC.	USA	USA	55.260,00	74.978,00	36%
Ricavi vendite e prestazioni	DIASORIN S.P.A.	ITA	USA	560.734,00	731.090,00	30%
Ricavi vendite e prestazioni	AT&T INC.	USA	USA	127.927.200,00	164.616.400,00	29%
Ricavi vendite e prestazioni	NIDEC CORP	JPN	ITA	8.283,00	10.656,00	29%
Ricavi vendite e prestazioni	CENTURYLINK, INC.	USA	USA	15.379.000,00	19.774.000,00	29%
Ricavi vendite e prestazioni	WESTERN DIGITAL CORP	USA	USA	13.411.400,00	17.207.800,00	28%
Ricavi vendite e prestazioni	CHIESI FARMACEUTICI S.P.A.	ITA	USA	1.472.795,00	1.861.011,00	26%
Ricavi vendite e prestazioni	FIAT S.P.A.	ITA	USA	22.800.476,00	28.091.128,00	23%
Ricavi vendite e prestazioni	CAMPARI	ITA	JAM	1.601.750,00	1.949.536,00	22%
Ricavi vendite e prestazioni	NUANCE COMMUNICATIONS, INC.	USA	ITA	1.573.586,00	1.854.721,00	18%
Ricavi vendite e prestazioni	JOHNSON & JOHNSON	USA	USA	63.309,00	74.365,00	17%
Ricavi vendite e prestazioni	CARLYLE GROUP INC.	USA	ITA	2.872,00	3.297,00	15%
Ricavi vendite e prestazioni	RAYTHEON TECHNOLOGIES CORP.	USA	USA	54.014.500,00	61.116.750,00	13%
Ricavi vendite e prestazioni	WHIRLPOOL CORP.	USA	ITA	18.391.667,00	20.422.714,00	11%
Ricavi vendite e prestazioni	PETROCHINA CORP .	CHN	MOZ	296.107,00	316.855,00	7%
Ricavi vendite e prestazioni	DANONE	FRA	USA	25.785.619,00	27.380.251,00	6%
Ricavi vendite e prestazioni	HONEYWELL INTERNATIONAL INC.	USA	GER	37.181,00	39.386,00	6%
Ricavi vendite e prestazioni	TEVA PHARMACEUTICAL	ISR	USA	19.164.667,00	20.007.250,00	4%
Ricavi vendite e prestazioni	BRISTOL-MYERS SQUIBB COMPANY	USA	USA	20.364,00	19.419,00	-5%
Ricavi vendite e prestazioni	PFIZER INC.	USA	USA	56.409,00	51.924,00	-8%
Ricavi vendite e prestazioni	BAXTER INTERNATIONAL INC.	USA	SWE	12.161,00	10.635,00	-13%
Ricavi vendite e prestazioni	NTT DOCOMO	JPN	ITA	50.815,00	43.483,00	-14%
Ricavi vendite e prestazioni	DOW CHEMICAL COMPANY	USA	USA	54.661,00	45.428,00	-17%
Ricavi vendite e prestazioni	GENERAL ELECTRIC COMPANY	USA	ITA	145.056,00	107.525,00	-26%
Ricavi vendite e prestazioni	EXXON MOBIL CORP.	USA	MOZ	363.441,00	257.359,00	-29%
Ricavi vendite e prestazioni	DENTSU	JPN	UK	22.550,00	11.150,00	-51%

La sopra riportata tabella rappresenta il campione statistico principale della presente tesi, comprendente tutte le cinquanta società che abbiano completato acquisizioni all'interno dei confini nazionali sia che abbiano portato a termine operazioni di tipo cross-border, analizzate dal punto di vista della variabile dei ricavi delle vendite e delle prestazioni.

La tabella riporta le nazionalità delle società coinvolte nell'operazione, facendo così riferimento all'aspetto della differenza culturale, inoltre riporta anche il valore medio della variabile analizzata sia per quel che riguarda il periodo precedente alla conclusione dell'operazione sia per quel che riguarda gli esercizi successivi, infine viene descritto il valore della variazione percentuale dei due valori medi precedentemente evidenziati.

L'ultima colonna della tabella riguarda il filtro d'analisi della differenza percentuale, questo risulta essere uno degli strumenti principali, tra quelli utilizzati, per ottenere un'osservazione chiara dell'impatto (positivo o negativo) che l'operazione straordinaria di acquisizione e i suoi meccanismi di integrazione tra le società coinvolte hanno generato negli esercizi successivi.

In particolare, utilizzando un filtro di Excel, le società qui comprese sono state configurate in ordine decrescente dal punto di vista del valore della variazione percentuale evidenziata nell'ultima colonna.

Dunque, sia questa particolare predisposizione sia l'utilizzo dello strumento d'indagine della variazione percentuale, ha permesso a questa tesi di avere immediatamente una visione il più chiara ed evidente possibile di come l'operazione straordinaria di acquisizione aziendale, che tutte queste società hanno portato a termine, ha effettivamente impattato sui meccanismi dell'operazione e dunque, di conseguenza, sulla performance contabile negli esercizi successivi alla sua conclusione.

Per quel che riguarda la variabile derivante dal documento di Conto Economico denominata ricavi delle vendite e delle prestazioni (anche più comunemente detto "fatturato"), invece, a livello aziendale rappresenta la prima espressione nel documento di Conto Economico del valore della produzione.

In particolare, un aumento del valore medio di questa variabile, nel corso degli esercizi, è sintomo del fatto che l'attività aziendale, non solo aumenta la sua produzione, ma è anche in

grado di vendere il proprio prodotto o servizio o con maggiore frequenza o ad un prezzo superiore rispetto al periodo agli esercizi precedentemente analizzati.

Dunque, è possibile sostenere che la voce ricavi delle vendite e delle prestazioni è il primo valore che fornisce informazioni riguardo l'andamento del valore della produzione aziendale, tuttavia pur essendo una variabile che si adatta bene ai fini della presente ricerca è necessario considerare che fornisce un'indicazione solamente superficiale poiché, essendo la prima voce considerata nel documento scalare del Conto Economico, rappresenta un valore che non tiene conto dei relativi costi legati alla produzione e del personale e nemmeno di un fattore fondamentale quali le imposte.

In particolare, dalla tabella sopra riportata emerge che la moda tra le società comprese nell'analisi sia un incremento della variazione percentuale dei ricavi delle vendite e delle prestazioni registrate negli esercizi successivi alla conclusione dell'operazione di acquisizione rispetto al valore della stessa variabile, registrato però, nelle annualità antecedenti al compimento dell'operazione straordinaria.

Più precisamente, la media della variazione percentuale di tutte le società, per quel che riguarda il confronto tra gli esercizi antecedenti al completamento dell'operazione e quelli successivi, risulta essere del 55,69%.

A livello generale dunque, l'analisi della tabella porta ad un'osservazione secondo la quale si riscontra un aumento della performance dal punto di vista operativo, nel periodo post-acquisizione, per quasi tutte le società coinvolte nel campione statistico analizzato.

Le osservazioni fin qui tratte da questa prima tabella di confronto sembrerebbero contraddire numerosi lavori, appartenenti alla letteratura passata di ambito M&A, che invece, tramite le loro analisi e osservazioni, sostengono che la probabilità per una società che utilizza come strategia di creazione di valore quella dell'acquisizione aziendale sia molto più bassa rispetto a quanto si stimi inizialmente.

Molti di questi lavori, infatti, avevano stimato una probabilità di successo delle operazioni straordinarie di acquisizione intorno al 56% che risulta essere estremamente bassa

considerando la complessità a livello organizzativo, giuridico e lo sforzo che quest'operazione richiede a livello monetario, vedi Cartwright, S., R. Schoenberg, 2006.

Tuttavia, come è già stato evidenziato nel precedente capitolo riguardante la metodologia, la variabile dei ricavi delle vendite e delle prestazioni, pur essendo particolarmente adatta a questa ricerca, risulta poter fornire un'idea solamente superficiale di quelle che sono le prestazioni sul piano contabile di una determinata società.

Questo è spiegato dal fatto che essendo la prima voce facente parte del valore della produzione del documento di Conto Economico, non prende in considerazione altri fattori che aiutano tendenzialmente a fornire un'idea più precisa della gestione operativa di una società. Proprio per questa ragione, e per il fatto che anche altri lavori appartenenti alla letteratura precedente hanno utilizzato questo approccio, la presente tesi non si limita all'analisi di una sola variabile ma intende utilizzarne un'altra, sia per poter avere un punto di vista differente, tanto quanto poter avere la possibilità di incrociare i vari risultati con l'intento di formulare osservazioni più precise riguardo il complesso fenomeno delle acquisizioni aziendali e sulla loro probabilità di successo.

Per tanto questo lavoro ha utilizzato come variabile, oltre i ricavi delle vendite e delle prestazioni, anche l'indice di bilancio ROA come metro di giudizio per definire e valutare la performance contabile delle società analizzate nel campione statistico principale.

Tabella 7- Campione statistico principale, analisi del ROA

VARIABILE	BIDDER	NAZIONE BIDDER	NAZIONE TARGHET	MEDIA PRE-ACQUISIZIONE	MEDIA POST-ACQUISIZIONE	VARIAZIONE %
Redditività del totale Attivo (ROA)	CHARTER COMMUNICATIONS, INC.	USA	USA	-1,37	2,77	-302%
Redditività del totale Attivo (ROA)	TEVA PHARMACEUTICAL	ISR	USA	5,04	-7,26	-244%
Redditività del totale Attivo (ROA)	NEWELL BRANDS INC.	USA	USA	5,23	-7,16	-237%
Redditività del totale Attivo (ROA)	CENTURYLINK, INC.	USA	USA	1,57	-1,12	-171%
Redditività del totale Attivo (ROA)	GENERAL ELECTRIC COMPANY	USA	ITA	1,78	-0,98	-155%
Redditività del totale Attivo (ROA)	KRAFT HEINZ COMPANY	USA	USA	-1,56	0,76	-149%
Redditività del totale Attivo (ROA)	PERRIGO COMPANY PLC	USA	IRL	10,31	-3,32	-132%
Redditività del totale Attivo (ROA)	YAZAKI INVESTMENT CORPORATION	CHN	UK	3,25	-0,02	-101%
Redditività del totale Attivo (ROA)	WESTERN DIGITAL CORP.	USA	USA	9,47	0,11	-99%
Redditività del totale Attivo (ROA)	FIAT S.p.A.	ITA	USA	-6,83	-0,19	-97%
Redditività del totale Attivo (ROA)	SALINI COSTRUTTORI S.p.A.	ITA	USA	4,66	0,37	-92%
Redditività del totale Attivo (ROA)	CARLYLE GROUP INC.	USA	ITA	4,84	0,81	-83%
Redditività del totale Attivo (ROA)	NUANCE COMMUNICATIONS, INC.	USA	ITA	1,32	0,24	-82%
Redditività del totale Attivo (ROA)	CIMPRESS N.V.	USA	ITA	8,57	2,09	-76%
Redditività del totale Attivo (ROA)	DELL TECHNOLOGIES INC.	USA	USA	-2,53	-0,78	-69%
Redditività del totale Attivo (ROA)	PETROCHINA CORP	CHN	MOZ	6,90	2,37	-66%
Redditività del totale Attivo (ROA)	EXELON CORPORATION	USA	USA	4,72	2,02	-57%
Redditività del totale Attivo (ROA)	PRAXAIR INC.	USA	ITA	8,85	4,48	-49%
Redditività del totale Attivo (ROA)	ADAMA LIMITED	CHN	ISR	6,02	3,35	-44%
Redditività del totale Attivo (ROA)	ABBVIE INC.	USA	USA	15,49	8,93	-42%
Redditività del totale Attivo (ROA)	SOFTBANK GROUP	JPN	USA	4,70	2,75	-41%
Redditività del totale Attivo (ROA)	MICROSOFT CORPORATION	USA	FIN	15,86	10,43	-34%
Redditività del totale Attivo (ROA)	BRISTOL-MYERS SQUIBB COMPANY	USA	USA	10,62	6,99	-34%
Redditività del totale Attivo (ROA)	CVS HEALTH CORPORATION	USA	USA	5,88	4,18	-29%
Redditività del totale Attivo (ROA)	NIDEC CORP.	JPN	ITA	6,99	5,09	-27%
Redditività del totale Attivo (ROA)	RAYTHEON TECHNOLOGIES CORP.	USA	USA	7,79	5,72	-27%
Redditività del totale Attivo (ROA)	DUKE ENERGY CORPORATION	USA	USA	2,48	1,97	-21%
Redditività del totale Attivo (ROA)	DENTSU	JPN	UK	2,19	1,90	-13%
Redditività del totale Attivo (ROA)	JOHNSON & JOHNSON	USA	USA	10,73	9,44	-12%
Redditività del totale Attivo (ROA)	DIASORIN S.P.A.	ITA	USA	16,96	15,43	-9%
Redditività del totale Attivo (ROA)	CAMPARI	ITA	JAM	5,69	5,19	-9%
Redditività del totale Attivo (ROA)	DANONE	FRA	USA	5,05	4,75	-6%
Redditività del totale Attivo (ROA)	EXXON MOBIL CORP	USA	MOZ	5,49	5,21	-5%
Redditività del totale Attivo (ROA)	AT&T INC.	USA	USA	4,06	3,86	-5%
Redditività del totale Attivo (ROA)	CHIESI FARMACEUTICI S.P.A.	ITA	USA	11,47	11,29	-2%
Redditività del totale Attivo (ROA)	AMGEN INCORPORATED	USA	USA	8,73	9,01	3%
Redditività del totale Attivo (ROA)	PFIZER INC.	USA	USA	7,13	7,49	5%
Redditività del totale Attivo (ROA)	NTT DOCOMO	JPN	ITA	7,22	7,60	5%
Redditività del totale Attivo (ROA)	DOW CHEMICAL COMPANY	USA	USA	3,78	3,98	5%
Redditività del totale Attivo (ROA)	RECORDATI S.p.A.	ITA	RUS	11,98	12,90	8%
Redditività del totale Attivo (ROA)	THERMO FISHER SCIENTIFIC INC.	USA	USA	4,47	4,86	9%
Redditività del totale Attivo (ROA)	BAXTER INTERNATIONAL INC.	USA	SWE	9,74	11,08	14%
Redditività del totale Attivo (ROA)	WHIRLPOOL CORP	USA	ITA	3,05	3,48	14%
Redditività del totale Attivo (ROA)	REYNOLDS AMERICAN INC.	USA	USA	7,93	9,07	14%
Redditività del totale Attivo (ROA)	HONEYWELL INTERNATIONAL INC	USA	GER	7,10	8,67	22%
Redditività del totale Attivo (ROA)	INTERCONTINENTAL EXCHANGE, INC.	USA	USA	1,46	1,80	23%
Redditività del totale Attivo (ROA)	KINDER MORGAN, INC.	USA	USA	0,90	1,14	27%
Redditività del totale Attivo (ROA)	AGRATI S.p.A.	ITA	USA	3,31	5,20	57%
Redditività del totale Attivo (ROA)	COMCAST CORPORATION	USA	USA	3,80	6,29	66%
Redditività del totale Attivo (ROA)	MOHAWK INDUSTRIES INC.	USA	ITA	3,25	6,57	102%

La tabella sopra riportata, ovvero la numero 7 della presente tesi, in maniera analoga alla precedente, rappresenta il campione statistico principale della presente tesi, comprendente tutte le cinquanta società che abbiano completato acquisizioni all'interno dei confini nazionali sia che abbiano portato a termine operazioni verso società appartenenti a nazioni estere, ovvero di tipo cross-border, analizzate dal punto di vista dell'indice di bilancio ROA (redditività dell'attivo netto).

Analogamente al caso precedente, questa seconda riclassificazione riporta le nazionalità delle società coinvolte nell'operazione, facendo così riferimento all'aspetto della differenza culturale, il quale verrà successivamente approfondito, inoltre riporta anche il valore medio della variabile analizzata sia per quel che riguarda il periodo precedente alla conclusione dell'operazione sia per quel che riguarda gli esercizi successivi, infine viene descritto il valore della variazione percentuale dei due valori medi precedentemente evidenziati.

Per poter garantire un confronto tra le società maggiormente rapido e intuitivo, attraverso l'utilizzo di un filtro di Excel, la presente tabella riordina le società comprese nel campione in ordine decrescente dal punto di vista dell'incremento della variazione percentuale (visibile nell'ultima colonna), calcolata come rapporto tra il valore medio della variabile precedentemente all'acquisizione e il valore medio del ROA successivamente alla conclusione dell'operazione.

Per quel che riguarda l'indice di bilancio della redditività dell'attivo netto, calcolato come EBIT su totale dell'attivo, misura la redditività relativa al capitale investito rispetto all'attività svolta, ha dunque una valenza informativa simile al più celebre indice ROI ma pone la sua attenzione sulla gestione caratteristica e patrimoniale.

In particolare, un incremento del valore di questa variabile, nel corso degli esercizi, esprime il fatto che il reddito che l'azienda è in grado di generare, attraverso la gestione operativa, impatta in maniera positiva sul totale dell'attivo generato.

Dunque, un indicatore di bilancio ROA dal valore positivo è sintomo di una gestione, dal punto di vista operativo dell'azienda, che contribuisce in maniera significativa all'attivo totale.

Questo fattore risulta importante per quel che riguarda la valutazione della performance contabile delle società nel periodo post-acquisizione perché, come è stato affermato nel

capitolo riguardante la revisione della letteratura passata di ambito M&A, un'operazione di acquisizione porta con alta probabilità ad una performance contabile inferiore alle attese negli esercizi post-acquisizione a causa dell'integrazione della gestione tra la società acquirente e quella target.

Dunque, è possibile sostenere che l'indicatore di bilancio ROA, oltre alla variabile relativa ai ricavi delle vendite e delle prestazioni, fornisce un ulteriore e maggiormente approfondito punto di vista sul fenomeno della scarsa probabilità delle operazioni M&A di garantire un miglioramento dal punto di vista della performance contabile.

Più precisamente, dall'osservazione della tabella sopra descritta, che riporta una riclassificazione delle cinquanta società analizzate nel campione principale, è possibile osservare come, contrariamente alla precedente tabella, in questo caso la moda della variazione percentuale sia un risultato inferiore allo zero.

Ciò significa che, per la maggior parte delle aziende qui considerate, la variazione percentuale ottenuta dal confronto tra la media del ROA nel periodo precedente all'acquisizione con la media della stessa variabile nel periodo successivo all'acquisizione risulta negativa.

Pare dunque da questa osservazione, che a seguito della conclusione di un'operazione di Mergers and Acquisitions, nella maggior parte dei casi, il reddito che l'azienda è in grado di generare, attraverso la sua gestione operativa, impatta in maniera negativa sul totale dell'attivo generato.

Quest'ultimo dato raccolto si trova ad essere concorde con quanto affermato da alcuni lavori, appartenenti alla letteratura passata di ambito M&A, i quali sostengono che, a causa del difficile passaggio in cui deve avvenire l'integrazione tra i processi organizzativi delle società coinvolte, in cui spesso l'azienda acquirente impone alla società target il proprio modus operandi, si riscontrino delle difficoltà di adattamento che potrebbero giustificare la scarsa probabilità di ottenere una migliorata performance sul piano contabile nelle annualità successive all'operazione.

Dunque, il fatto che, come osservato dall'analisi della presente tabella, il rendimento contabile espresso dall'indicatore di bilancio ROA tenda a subire un netto decremento negli esercizi successivi alla conclusione dell'acquisizione, potrebbe confermare le osservazioni di questo filone di ricerca appartenente alla letteratura passata di tale ambito economico.

Risulta quindi possibile ipotizzare che la complessità che si sviluppa su più piani, come quello organizzativo giuridico e contabile, delle operazioni di Mergers and Acquisitions, porti, una volta conclusa formalmente l'operazione, ad un primo periodo in cui le società non riescono a rendere in maniera significativamente superiore a livello di gestione operativa rispetto al periodo antecedente all'acquisizione, come secondo le aspettative per un'operazione straordinaria.

Un ulteriore fattore che viene evidenziato chiaramente da queste prime due tabelle che portano una riclassificazione ragionata del campione statistico principale della presente tesi, risulta essere quello che le due variabili qui analizzate mostrano un trend completamente opposto.

Infatti, come è stato possibile osservare dalla prima tabella d'analisi la variabile tratta dal Conto Economico e denominata ricavi delle vendite e delle prestazioni, esprime, nel corso degli esercizi, un trend crescente del proprio valore, mentre la seconda variabile qui considerata, ovvero l'indice di redditività dell'attivo netto (ROA), evidenzia un chiaro andamento negativo del suo valore a livello di risultato medio.

La variabile dei ricavi delle vendite e delle prestazioni e l'indice di redditività dell'attivo netto, sono state scelte come filtro d'analisi nel presente lavoro, sia perché si adattano, per le loro caratteristiche, al tipo di ricerca qui presentata sia perché altri lavori appartenenti alla letteratura passata di ambito M&A hanno individuato queste due variabili come le più adatte

a questo tipo di studio della performance contabile per le società che portano a compimento operazioni di acquisizione all'interno della stessa nazione oppure cross-border (vedi Günter K. Stahl e Andreas Voigt, 2008). In questa ricerca tuttavia, emerge che entrambe le variabili prese in analisi assumono un trend completamente opposto, fornendo così delle informazioni contrastanti ai fini delle possibili osservazioni che si possono trarre da questa ricerca.

Inoltre, il fatto che le informazioni ottenute dagli andamenti temporali delle due variabili analizzate siano contrastanti limita la ricerca nel poter perseguire il proprio obiettivo, ovvero provare a rispondere con certezza alle ipotesi di ricerca che sono state formulate precedentemente, coerentemente con quanto è già emerso dai lavori appartenenti alla letteratura passata.

Tuttavia, è possibile affermare che la prima ipotesi formulata dalla presente tesi, la quale affermava che *“: l'operazione M&A porta ad un aumento della performance delle società target e bidder negli esercizi successivi alla sua conclusione”*.

risulta essere parzialmente confermata dalle osservazioni tratte dalle ultime due tabelle qui esposte.

Infatti, sebbene dalla prima tabella emerge che la variabile ricavi delle vendite e delle prestazioni tende a subire un incremento tra le cinquanta società considerate, la seconda variabile presa in analisi, ovvero il ROA, il quale per sua natura rispecchia in maniera più approfondita la redditività che un'azienda riesce a generare grazie alla totalità degli impieghi netti che sono stati utilizzati, subisce mediamente un decremento.

Dunque, proprio il fatto che la variabile, ritenuta maggiormente informativa sul rendimento contabile delle società, evidenzia un andamento negativo, o quanto meno sottostimato, del suo valore, permette di poter confermare quanto è stato nelle ricerche di ambito M&A già esaminate, cioè che negli esercizi successivi ad un'operazione di acquisizione aziendale, la società acquirente dell'operazione vede un aumento della propria performance contabile con probabilità molto basse.

Quest'ultima affermazione e si trova d'accordo, dunque, con altre ricerche appartenenti alla letteratura passata di ambito M&A, le quali sostengono che la probabilità di ottenere un ritorno positivo da operazioni così complesse è decisamente bassa, almeno nel breve periodo, ovvero intorno al 56%.

Il fatto che i ricavi delle vendite e delle prestazioni aumentano negli esercizi successivi alla conclusione dell'operazione potrebbe essere dovuto ad una naturale conseguenza del completamento di un'acquisizione, ovvero il fatto che acquisendo una società nuova, che opera nello stesso settore oppure uno diverso, il numero di prestazioni di servizi o vendita di prodotti aumenta in maniera spontanea, facendo così registrare un conseguente aumento del fatturato fisiologico.

Per quel che riguarda la seconda variabile, ovvero la redditività dell'attivo netto, un suo calo, come già sostenuto da alcuni lavori della letteratura, potrebbe essere dovuto a molti fattori ma una delle opzioni più probabili riguarda le difficoltà che emergono tra la società acquirente e l'azienda target a livello di organizzazione.

Queste difficoltà riguardano sicuramente i molti aspetti che caratterizzano i meccanismi di un'operazione complessa come quella di acquisizione, tuttavia, in accordo con molti lavori appartenenti alla letteratura passata, uno degli ostacoli che risulta poter compromettere un'operazione M&A, in termini di rendimento contabile, è il processo organizzativo che porta all'integrazione tra la società acquirente e quella individuata come target.

Infatti, come già sostenuto da altri articoli, le diversità organizzative, spesso dovute a differenze culturali o ideologiche, rischiano di impedire il processo di condivisione di risorse e integrazione tra le due società coinvolte nell'operazione.

In particolare, quando le società protagoniste dell'acquisizione non riescono a superare questo ostacolo organizzativo, ciò si rispecchia sulla capacità delle aziende di generare una redditività superiore in relazione ai loro impieghi, generando così una diminuzione dell'indice ROA, come riscontrato nel presente lavoro.

Per il fatto che, in accordo con quanto appena affermato, uno dei maggiori problemi per quel che riguarda la tendenziale diminuzione dell'indice della redditività dell'attivo netto risulta essere l'ostacolo dell'indispensabile integrazione a livello organizzativo tra la società acquirente dell'operazione e quella individuata come target, il presente lavoro, focalizza il proprio studio anche sull'aspetto della differenza culturale come possibile discriminante di questa difficoltà d'integrazione tra le società la quale potrebbe essere una delle cause principali di un sottostimato rendimento contabile negli esercizi posteriori al termine

dell'acquisizione, anche in accordo con alcuni lavori appartenenti alla letteratura precedente di quest'ambito.

Nell'intento di approfondire questo aspetto legato alla cultura e alle abitudini ad essa legate delle società coinvolte in un'acquisizione di tipo cross-border, la presente tesi seleziona il campione statistico principale in maniera varia, in modo tale da poter disporre nel proprio portafoglio d'analisi sia di società locali negli Stati Uniti d'America che acquisiscono aziende della stessa nazione sia di società degli USA che optano per un'acquisizione cross-border verso il continente Europeo (dovendo rapportarsi con una cultura con un grado medio di diversificazione, poiché anch'essa di stampo occidentale), infine, sempre all'interno del campione principale, sono state inserite delle società che hanno completato delle operazioni di tipo cross-border con aziende operanti in altri continenti che tendenzialmente sono caratterizzati da paesi con cultura molto diversa da quella americana oppure europea.

Dunque, la presente tesi, avendo a disposizione un campione composto nella modalità appena descritta, ha potuto valutare, oltre alla performance contabile ottenuta dalle società nel periodo post-acquisizione, anche l'impatto che il fattore della differenza culturale può avere effettivamente sulla performance contabile rilevata.

Tuttavia, per poter ottenere delle osservazioni più chiare è stato necessario suddividere il campione statistico principale in tre diversi sottogruppi, ripetendo quest'operazione per entrambe le variabili qui utilizzate come filtro di ricerca, ottenendo così altre sei tabelle che mostrano una riclassificazione delle aziende appartenenti al campione statistico principale, fino ad ora analizzato.

Questa appena descritta organizzazione e suddivisione del campione statistico principale consente alla presente ricerca di poter isolare il fattore della differenza culturale e di andare a valutarne, a livello analitico, il possibile impatto sulla performance aziendale, restando in linea con gli obiettivi proposti all' inizio della presente ricerca e provando, in questo modo, a rispondere alla seconda ipotesi di ricerca formulata precedentemente, la quale afferma che:

Ipotesi 2: le differenze culturali esistenti fra società target e bidder hanno un effetto sulla performance successiva all'operazione.

Utilizzando, dunque, lo stesso criterio di analisi che ha caratterizzato le prime due tabelle esposte nel presente capitolo, i primi sotto campioni qui esposti riguarderanno la prima variabile considerata, ovvero la posta appartenente al Conto Economico denominata "Ricavi delle vendite e delle prestazioni".

Tabella 8- Campione statistico con grado nullo di differenza culturale, analisi dei ricavi

VARIABILE	BIDDER	NAZIONE BIDDER	NAZIONE TARGET	MEDIA PRE ACQUISIZIONE	MEDIA POST ACQUISIZIONE	VARIAZIONE %
Ricavi vendite e prestazioni	CHARTER COMMUNICATIONS, INC.	USA	USA	8.130.667,00	39.995.500,00	392%
Ricavi vendite e prestazioni	INTERCONTINENTAL EXCHANGE, INC.	USA	USA	1.340.984,00	3.908.429,00	191%
Ricavi vendite e prestazioni	KRAFT HEINZ COMPANY	USA	USA	9.557,00	24.392,00	155%
Ricavi vendite e prestazioni	CELGENE CORP.	USA	USA	5.138.125,00	12.192.300,00	137%
Ricavi vendite e prestazioni	THERMO FISHER SCIENTIFIC INC.	USA	USA	11.888.025,00	20.491.183,00	72%
Ricavi vendite e prestazioni	KINDER MORGAN, INC.	USA	USA	7.897,00	13.599,00	72%
Ricavi vendite e prestazioni	NEWELL BRANDS INC.	USA	USA	5.666.583,00	9.650.500,00	70%
Ricavi vendite e prestazioni	CVS HEALTH CORPORATION	USA	USA	118.421.200,00	193.395.400,00	63%
Ricavi vendite e prestazioni	EXELON CORPORATION	USA	USA	18.853.500,00	30.074.125,00	60%
Ricavi vendite e prestazioni	ABBVIE INC.	USA	USA	18.042.336,00	28.546.400,00	58%
Ricavi vendite e prestazioni	DUKE ENERGY CORPORATION	USA	USA	14.400.500,00	22.682.000,00	58%
Ricavi vendite e prestazioni	COMCAST CORPORATION	USA	USA	57.956.200,00	88.744.800,00	53%
Ricavi vendite e prestazioni	REYNOLDS AMERICAN INC.	USA	USA	8.421,00	12.503,00	48%
Ricavi vendite e prestazioni	AMGEN INCORPORATED	USA	USA	15.966.667,00	21.907.143,00	37%
Ricavi vendite e prestazioni	DELL TECHNOLOGIES INC.	USA	USA	55.260,00	74.978,00	36%
Ricavi vendite e prestazioni	AT&T INC.	USA	USA	127.927.200,00	164.616.400,00	29%
Ricavi vendite e prestazioni	CENTURYLINK, INC.	USA	USA	15.379.000,00	19.774.000,00	29%
Ricavi vendite e prestazioni	WESTERN DIGITAL CORP	USA	USA	13.411.400,00	17.207.800,00	28%
Ricavi vendite e prestazioni	JOHNSON & JOHNSON	USA	USA	63.309,00	74.365,00	17%
Ricavi vendite e prestazioni	RAYTHEON TECHNOLOGIES CORP.	USA	USA	54.014.500,00	61.116.750,00	13%
Ricavi vendite e prestazioni	BRISTOL-MYERS SQUIBB COMPANY	USA	USA	20.364,00	19.419,00	-5%
Ricavi vendite e prestazioni	PFIZER, INC.	USA	USA	56.409,00	51.924,00	-8%
Ricavi vendite e prestazioni	DOW CHEMICAL COMPANY	USA	USA	54.661,00	45.428,00	-17%

La tabella numero 8 espone, relativamente alla variabile “Ricavi delle vendite e delle prestazioni”, i risultati medi di tale variabile nel periodo precedente all’acquisizione, nel periodo successivo ed infine il valore della variazione percentuale dei due valori precedenti, inoltre le società sono ordinate in maniera decrescente rispetto al loro valore dalla variazione percentuale, visibile nell’ultima colonna.

Tuttavia, rispetto alla prima tabella considerata in tale capitolo della ricerca, quest’ultima comprende meno società per il fatto che elabora al suo interno i dati derivanti solamente dalle società, che all’interno del campione statistico principale, hanno portato a compimento con successo un’operazione M&A, acquisendo però una società locata e operante nella loro stessa nazione. In particolare, sono qui analizzate solo società appartenenti agli Stati Uniti d’America che hanno completato acquisizioni di società target appartenenti alla loro stessa nazione, a causa delle ragioni espone nel capitolo trattante la metodologia di ricerca.

In ogni caso, dalla precedente tabella emerge una tendenza ad un incremento della variazione percentuale tra il valore medio della variabile analizzata del periodo precedente all'acquisizione e il valore medio degli esercizi successivi all'acquisizione, infatti la media della variazione percentuale di tutte le società qui considerate risulta essere del 69,2%.

Questo tipo di osservazione, vale a dire l'incremento della variazione percentuale dei ricavi, è stato riscontrato anche nella prima tabella analizzata nel presente capitolo, tuttavia nella prima tabella qui riportata, ovvero quella comprendente tutte le cinquanta società analizzate, il valore medio della variazione percentuale per tutte le società è del 55,7%.

Dunque, basandosi su queste osservazioni è possibile affermare che, nel momento in cui si pone a confronto il sotto campione comprendente le società americane che hanno acquisito un'azienda americana, con il campione statistico principale, comprendente tutte le cinquanta società, emerge una tendenza ancora superiore ad ottenere ricavi delle vendite e delle prestazioni maggiori nel caso in cui le società acquistino aziende appartenenti alla stessa nazione.

Dunque, tenendo in considerazione il fattore delle differenze culturali come possibile discriminante della performance contabile post-acquisizione, sembra che il fatto di acquisire una società con lo stesso retaggio culturale porti a maggiori ricavi generati dalla gestione della società risultante della fusione.

Quest'ultima ipotesi qui formulata si trova a concordare con il punto di vista del primo filone di ricerca appartenente alla letteratura passata di ambito M&A, il quale sostiene che il fattore delle differenze culturali sia un elemento che, le società che intendono adottare lo strumento dell'acquisizione aziendale per creare valore aziendale, dovrebbero evitare o quanto meno gestire in modo che siano limitati i danni a livello di performance contabile.

Nonostante sembra emergere già, dalla prima tabella, un'osservazione chiara a favore di questo primo filone di ricerca che ha una visione negativa del fattore delle differenze culturali, per poter provare a dare una risposta alla seconda ipotesi di ricerca è necessario approfondire la ricerca analizzando un'ulteriore sotto campione tratto da campione statistico principale, che prende in analisi la seconda variabile, ovvero l'indice di redditività dell'attivo netto, la quale, per le motivazioni precedentemente enunciate, ha una validità informativa maggiormente approfondita dell'impatto dell'acquisizione sulla redditività dell'azienda in relazione ai suoi impieghi netti.

Tabella 9- Campione statistico con grado nullo di differenza culturale, analisi del ROA

VARIABILE	BIDDER	NAZIONE BIDDER	NAZIONE TARGET	MEDIA PRE-ACQUISIZIONE	MEDIA POST-ACQUISIZIONE	VARIAZIONE %
Redditività del totale Attivo (ROA)	COMCAST CORPORATION	USA	USA	3,80	6,29	66%
Redditività del totale Attivo (ROA)	KINDER MORGAN, INC.	USA	USA	0,90	1,14	27%
Redditività del totale Attivo (ROA)	INTERCONTINENTAL EXCHANGE, INC.	USA	USA	1,46	1,80	23%
Redditività del totale Attivo (ROA)	REYNOLDS AMERICAN INC.	USA	USA	7,93	9,07	14%
Redditività del totale Attivo (ROA)	THERMO FISHER SCIENTIFIC INC.	USA	USA	4,47	4,86	9%
Redditività del totale Attivo (ROA)	DOW CHEMICAL COMPANY	USA	USA	3,78	3,98	5%
Redditività del totale Attivo (ROA)	PFIZER INC	USA	USA	7,13	7,49	5%
Redditività del totale Attivo (ROA)	AMGEN INCORPORATED	USA	USA	8,73	9,01	3%
Redditività del totale Attivo (ROA)	AT&T INC.	USA	USA	4,06	3,86	-5%
Redditività del totale Attivo (ROA)	JOHNSON & JOHNSON	USA	USA	10,73	9,44	-12%
Redditività del totale Attivo (ROA)	DUKE ENERGY CORPORATION	USA	USA	2,48	1,97	-21%
Redditività del totale Attivo (ROA)	RAYTHEON TECHNOLOGIES CORP.	USA	USA	7,79	5,72	-27%
Redditività del totale Attivo (ROA)	CVS HEALTH CORPORATION	USA	USA	5,88	4,18	-29%
Redditività del totale Attivo (ROA)	BRISTOL-MYERS SQUIBB COMPANY	USA	USA	10,62	6,99	-34%
Redditività del totale Attivo (ROA)	ABBVIE INC.	USA	USA	15,49	8,93	-42%
Redditività del totale Attivo (ROA)	EXELON CORPORATION	USA	USA	4,72	2,02	-57%
Redditività del totale Attivo (ROA)	DELL TECHNOLOGIES INC.	USA	USA	-2,53	-0,78	-69%
Redditività del totale Attivo (ROA)	WESTERN DIGITAL CORP	USA	USA	9,47	0,11	-99%
Redditività del totale Attivo (ROA)	KRAFT HEINZ COMPANY	USA	USA	-1,56	0,76	-149%
Redditività del totale Attivo (ROA)	CENTURYLINK, INC.	USA	USA	1,57	-1,12	-171%
Redditività del totale Attivo (ROA)	NEWELL BRANDS INC.	USA	USA	5,23	-7,16	-237%
Redditività del totale Attivo (ROA)	CHARTER COMMUNICATIONS, INC.	USA	USA	-1,37	2,77	-302%

La tabella qui riportata utilizza sempre il medesimo sotto campione e lo stesso criterio organizzativo della precedente, ponendo, tuttavia, come filtro di ricerca la variabile data dall'indice di bilancio che indica la redditività dell'attivo netto (ROA).

Da questa elaborazione di dati aziendali emerge che il ROA, come è stato registrato anche nel campione statistico principale, mantiene una tendenza a subire un decremento negli esercizi successivi al completamento dell'operazione di acquisizione.

Tuttavia, la media della variazione percentuale registrata nel campione statistico principale relativo al ROA, analizzato in precedenza, risulta essere del **-44,9%**, mentre quella della presente tabella è del **-50,1%**.

È possibile, dunque, osservare come nel presente sotto campione riguardante il ROA, sebbene i ricavi delle vendite e delle prestazioni registrino un sostanziale aumento è altrettanto vero che l'indice di redditività dell'attivo netto subisce un decremento mediamente superiore rispetto a ciò che viene registrato nel campione statistico principale.

Anche in questo caso, le due variabili analizzate hanno un andamento tendenzialmente contrastante, e sebbene le possibili cause di questo trend antitetico restino sostanzialmente le stesse di prima è possibile osservare come le differenze culturali, che sono escluse dall'analisi effettuata nelle ultime due tabelle qui presentate, sembrano non aver influito in maniera evidente sul trend delle due variabili.

Nonostante anzi, l'assenza, del molto discusso dalla letteratura precedente, fattore delle differenze culturali, l'andamento delle variabili prese in considerazione non è variato in maniera chiara ma è stato accentuato poiché i ricavi sono mediamente aumentati, contemporaneamente ad una netta diminuzione dell'indice di redditività dell'attivo netto.

In particolare, l'indice di redditività dell'attivo netto, che fornisce un'indicazione della capacità dell'impresa di generare redditività dato il totale degli impieghi utilizzati dalla società, subisce un decremento che potrebbe essere spiegato da una scarsa capacità di integrazione dei processi organizzativi tra le società coinvolte nell'operazione.

La letteratura precedente, tuttavia, tendeva ad accomunare i vari problemi di integrazione e di condivisione di risorse strategiche, fondamentali per la realizzazione di una migliore performance contabile, al fattore critico delle differenze culturali ed ideologie che tra la società acquirente e quella individuata come target dell'operazione, per il fatto che l'approccio con una cultura diversa può significare un ostacolo a causa delle diverse abitudini organizzative e di gestione aziendale e della possibile scarsa compatibilità tra i due sistemi che vanno in contro alla fusione o acquisizione che sia.

Dalle evidenze ottenute dalle ultime due tabelle è possibile dunque affermare che il fattore delle differenze culturali potrebbe non essere l'unico responsabile di un andamento negativo, dal punto di vista della prestazione contabile, delle società coinvolte in un'acquisizione aziendale, bensì il problema potrebbe risiedere nell'operazione stessa che sebbene possa rappresentare un strumento di crescita rapida, risulta anche frutto di un iter estremamente complesso e lungo che può essere influenzato fortemente da più fattori, spesso di natura economica ma non solo.

Queste ultime affermazioni si trovano sulla stessa linea di pensiero di alcuni articoli della letteratura precedente, i quali sostengono che per ottenere le massime probabilità di

successo in un'operazione M&A è necessario considerare un grande ventaglio di variabili senza tuttavia, limitarsi alle sole variabili di natura economica o finanziaria ma allargando lo spettro visivo anche a fattori appartenenti ad ambiti riguardanti la psicologia o altre scienze attinenti il comportamento umano, poiché le aziende oltre ad essere un complesso organizzato di beni sono composte da persone che presentano varie attitudini comportamentali che incidono sul rendimento aziendale.

Tuttavia, per poter provare a rispondere alla seconda ipotesi di ricerca qui formulata, la quale pone al centro della ricerca l'impatto del fattore delle differenze culturali esistenti tra società acquirente e azienda target, la presente tesi necessita di valutare con maggiore precisione l'effettivo impatto di tale fattore sul rendimento contabile delle società coinvolte nell'operazione.

Allo scopo di ottenere una visione chiara sull'impatto di tale fattore, il presente lavoro, come già affermato, scompone nuovamente il campione statistico principale ottenendo un sotto campione che comprende tutte le società americane prese in analisi che hanno portato a compimento un'operazione di acquisizione ponendosi come target un'azienda europea oppure viceversa.

In modo tale da poter considerare nell'analisi il fattore della differenza culturale e poter osservare che impatto ha sull'andamento tendenziale di entrambe le variabili utilizzate come filtro.

In particolare, trattandosi di imprese generalmente locate negli Stati Uniti d'America che acquisiscono come target aziende locate in Europa, si tratta di un grado di differenza culturale non eccessivamente marcato, per il fatto che sono entrambi luoghi con una forte influenza culturale di stampo occidentale.

Tabella 10- Campione statistico con grado medio di differenza culturale, analisi dei ricavi

VARIABILE	BIDDER	NAZIONE BIDDER	NAZIONE TARGET	MEDIA PRE-ACQUISIZIONE	MEDIA POST-ACQUISIZIONE	VARIAZIONE %
Ricavi vendite e prestazioni	SALINI COSTRUTTORI S.p.A.	ITA	USA	1.518.367,00	6.038.272,00	298%
Ricavi vendite e prestazioni	AGRATI S.p.A.	ITA	USA	443.917.203,00	691.468.888,00	56%
Ricavi vendite e prestazioni	PERRIGO COMPANY P.L.C.	USA	IRL	2.964.139,00	4.346.238,00	47%
Ricavi vendite e prestazioni	MOHAWK INDUSTRIES INC.	USA	ITA	6.380.302,00	9.295.249,00	46%
Ricavi vendite e prestazioni	PRAXAIR INC.	USA	UK	11.261,00	16.239,00	44%
Ricavi vendite e prestazioni	MICROSOFT CORPORATION	USA	FIN	77.087.000,00	110.087.167,00	43%
Ricavi vendite e prestazioni	DIASORIN S.p.A.	ITA	USA	560.734,00	731.090,00	30%
Ricavi vendite e prestazioni	CHIESI FARMACEUTICI S.p.A.	ITA	USA	1.472.795,00	1.861.011,00	26%
Ricavi vendite e prestazioni	FIAT S.p.A.	ITA	USA	22.800.476,00	28.091.128,00	23%
Ricavi vendite e prestazioni	NUANCE COMMUNICATIONS, INC.	USA	ITA	1.573.586,00	1.854.721,00	18%
Ricavi vendite e prestazioni	CARLYLE GROUP INC.	USA	ITA	2.872,00	3.297,00	15%
Ricavi vendite e prestazioni	WHIRLPOOL CORP.	USA	ITA	18.391.667,00	20.422.714,00	11%
Ricavi vendite e prestazioni	DANONE	FRA	USA	25.785.619,00	27.380.251,00	6%
Ricavi vendite e prestazioni	HONEYWELL INTERNATIONAL INC.	USA	GER	37.181,00	39.386,00	6%
Ricavi vendite e prestazioni	BAXTER INTERNATIONAL INC.	USA	SWE	12.161,00	10.635,00	-13%
Ricavi vendite e prestazioni	GENERAL ELECTRIC COMPANY	USA	ITA	145.056,00	107.525,00	-26%

La tabella soprariportata espone, relativamente alla variabile ricavi delle vendite e delle prestazioni, i risultati medi di tale variabile nel periodo precedente all'acquisizione, nel periodo successivo ed infine il valore della variazione percentuale dei due valori precedenti, inoltre, seguendo sempre lo stesso criterio, le società sono ordinate in maniera decrescente rispetto al loro valore dalla variazione percentuale, visibile nell'ultima colonna.

Ciò che caratterizza questa rielaborazione del campione principale, come già affermato, è il fatto che qui sono comprese tutte quelle società americane che hanno acquisito aziende europee o sono state a loro volta assorbite da società del vecchio continente.

In particolare, è possibile notare che non tutte le nazioni europee trovano rappresentazione in questo campione, questo è motivabile dal fatto che per completare un'operazione straordinaria come quella di acquisizione è necessario che le aziende che la portano a compimento possiedano una grande liquidità e alcuni stati europei sono molto piccoli e di conseguenza non dispongono di molte aziende in grado di sostenere un'operazione tanto dispendiosa e complessa.

In ogni caso, ciò che emerge dalla presente rielaborazione del campione principale è il fatto che viene confermata nuovamente la tendenza della variabile dei ricavi delle vendite e delle prestazioni a subire un netto incremento durante le annualità che susseguono il completamento dell'operazione straordinaria.

In particolare, la media della variazione percentuale qui registrata risulta essere del 39,3%, che pur essendo un risultato positivo, è nettamente inferiore all'incremento registrato dal campione comprendente solamente società che hanno portato a compimento acquisizioni di aziende appartenenti alla medesima nazione, che risulta essere del 69,2%.

Invece, il risultato medio della variazione percentuale, per la variabile dei ricavi, del campione statistico principale della presente tesi è del 55,7%, perciò è possibile affermare che le società che portano a compimento acquisizioni verso aziende appartenenti alla loro medesima nazione ottengono un impatto positivo nettamente superiore sui ricavi rispetto alle società che, invece, hanno optato per delle acquisizioni di tipo cross-border nei confronti di società europee.

Questa, appena osservata, tendenza ad ottenere un minor incremento dei ricavi da parte delle società che hanno portato a termine operazioni cross-border potrebbe, dunque, essere dovuta al fattore delle differenze culturali, il quale era stato escluso dall'analisi delle precedenti due tabelle.

Se così fosse, questa osservazione, sarebbe concorde con quella parte della letteratura passata che considera il fattore delle differenze culturali come un'importante discriminante per quel che riguarda la performance contabile delle società coinvolte nelle operazioni di acquisizione aziendale.

Dunque, da quanto emerso da quest'ultima tabella, sembrerebbe che il fattore delle differenze culturali potrebbe impattare in modo pesante sulla performance contabile, pur non essendo una variabile di natura economica o finanziaria, le quali secondo la concezione di alcuni articoli appartenenti alle ricerche passate di ambito M&A sono le uniche da considerare per ottenere un'adeguata valutazione riguardo la probabilità di successo di un'operazione straordinaria di acquisizione.

Per poter perseguire l'obiettivo di provare a rispondere alla seconda ipotesi di ricerca, ovvero di indagare in maniera più approfondita quale potrebbe essere il ruolo delle dinamiche culturali, tra la società bidder e quella identificata come target, la presente tesi, utilizzando lo stesso sotto campione appena analizzato, pone la ricerca sotto il punto di vista della seconda variabile qui considerata, ovvero l'indice di bilancio rappresentante la redditività dell'attivo netto.

Come è stato già affermato, infatti, la presente ricerca sceglie di utilizzare anche questa variabile per poter valutare la capacità delle società di generare redditività in base al totale dei loro impieghi, ottenendo così, grazie al confronto coi dati precedentemente ottenuti, informazioni importanti riguardo l'influenza che dei diversi retaggi culturali possono avere sulla gestione aziendale che influisce sulla redditività.

Tabella 11- Campione statistico con grado medio di differenza culturale, analisi del ROA

VARIABILE	BIDDER	NAZIONE BIDDER	NAZIONE TARGET	MEDIA PRE-ACQUISIZIONE	MEDIA POST-ACQUISIZIONE	VARIAZIONE %
Redditività del totale Attivo (ROA)	MOHAWK INDUSTRIES INC.	USA	ITA	3,25	6,57	102%
Redditività del totale Attivo (ROA)	AGRATI S.p.A.	ITA	USA	3,31	5,2	57%
Redditività del totale Attivo (ROA)	HONEYWELL INTERNATIONAL INC.	USA	GER	7,1	8,67	22%
Redditività del totale Attivo (ROA)	WHIRLPOOL CORP	USA	ITA	3,05	3,48	14%
Redditività del totale Attivo (ROA)	BAXTER INTERNATIONAL INC.	USA	SWE	9,74	11,08	14%
Redditività del totale Attivo (ROA)	CHIESI FARMACEUTICI S.p.A.	ITA	USA	11,47	11,29	-2%
Redditività del totale Attivo (ROA)	DANONE	FRA	USA	5,05	4,75	-6%
Redditività del totale Attivo (ROA)	DIASORIN S.p.A.	ITA	USA	16,96	15,43	-9%
Redditività del totale Attivo (ROA)	MICROSOFT CORPORATION	USA	FIN	15,86	10,43	-34%
Redditività del totale Attivo (ROA)	PRAXAIR INC.	USA	ITA	8,85	4,48	-49%
Redditività del totale Attivo (ROA)	CIMPRESS N.V.	USA	ITA	8,57	2,09	-76%
Redditività del totale Attivo (ROA)	NUANCE COMMUNICATIONS, INC.	USA	ITA	1,32	0,24	-82%
Redditività del totale Attivo (ROA)	CARLYLE GROUP INC.	USA	ITA	4,84	0,81	-83%
Redditività del totale Attivo (ROA)	SALINI COSTRUTTORI S.p.A.	ITA	USA	4,66	0,37	-92%
Redditività del totale Attivo (ROA)	FIAT S.p.A.	ITA	USA	-6,83	-0,19	-97%
Redditività del totale Attivo (ROA)	PERRIGO COMPANY P.L.C.	USA	IRL	10,31	-3,32	-132%
Redditività del totale Attivo (ROA)	GENERAL ELECTRIC COMPANY	USA	ITA	1,78	-0,98	-155%

La tabella numero 11, qui riportata, utilizza sempre il medesimo sotto campione e lo stesso criterio organizzativo della precedente, utilizzando, tuttavia, come filtro di ricerca la variabile data dall'indice di bilancio che indica la redditività dell'attivo netto (ROA).

Anche in questo caso, è possibile osservare nuovamente, dal valore della variazione percentuale, che il valore dell'indicatore ROA subisce un netto decremento a livello di variazione percentuale, tanto che la moda dei casi analizzati nel campione riporta un valore negativo dell'indice.

Tuttavia, il valore medio di tutti i dati della colonna rappresentate la variazione percentuale di questo sotto campione risulta essere del -35,7%, mentre il valore medio del sotto campione comprendente solo aziende che non hanno effettuato operazioni di acquisizione di tipo cross-border risulta del -50,1%.

confrontando questi ultimi due dati, entrambi estrapolati da rielaborazioni del campione statistico principale della presente ricerca, è possibile osservare che, sebbene l'indicatore di bilancio ROA registri in entrambi i casi un decremento, nel caso delle società che hanno portato a compimento operazioni di acquisizioni verso aziende estere questo fenomeno è molto meno accentuato, tanto da registrare un decremento del ROA molto inferiore.

Anche in questo caso, le due variabili analizzate negli ultimi due campioni hanno un andamento tendenzialmente contrastante.

Infatti, come nel caso sia del campione statistico principale sia del sotto campione comprendenti società che non hanno effettuato operazioni di tipo cross-border, viene osservato un incremento della variabile dei ricavi delle vendite e delle prestazioni, mentre è possibile notare un decremento medio dell'indice di redditività dell'attivo netto.

Tuttavia, gli ultimi due campioni analizzati, pur mostrando delle evidenze simili a quelle dei campioni precedenti, permettono di osservare un minor aumento dei ricavi ed un minor decremento dell'indice di redditività dell'attivo netto.

Ciò che caratterizza gli ultimi due campioni osservati è il fatto che, grazie alla selezione delle aziende ivi comprese, tengono conto anche di un fattore che non ha natura economica, ovvero le differenze culturali tra la società acquirente e quella target.

Dunque, dati i risultati ottenuti e il confronto fatto con gli output precedenti, sembra possibile poter affermare che le differenze culturali rappresentano a tutti gli effetti una discriminante a livello di performance aziendale, così come avevano sottolineato anche alcuni lavori appartenenti alla letteratura precedente di tale ambito, che avevano iniziato a prendere in analisi anche variabili non legate esclusivamente alla sfera economica oppure finanziaria.

Risulta però importante sottolineare anche che le due variabili adottate dalla presente ricerca, ovvero i ricavi delle vendite e il ROA, nonostante sia stata introdotta anche la valutazione dell'impatto delle differenze culturali, continuano a mostrare una tendenza sostanzialmente contrapposta, come nel caso analizzato nel campione statistico principale.

Infatti, nonostante gli ultimi due campioni siano composti solo da aziende che hanno portato a termine operazioni di acquisizione di tipo cross-border nei confronti aziende locate in Europa, o viceversa, i risultati ottenuti per i ricavi continuano a registrare un aumento mentre il ROA continua a registrare un decremento, anche se meno accentuati.

Perciò, è possibile affermare che le precedenti osservazioni dimostrano come il fattore delle differenze culturali impatta in maniera migliore sul risultato del ROA nel periodo successivo all'acquisizione, dunque probabilmente queste differenze non incidono sulla gestione e quindi sulla capacità dell'azienda di generare redditività in base agli impieghi utilizzati.

Quest'ultima evidenza si pone in netto contrasto con quel filone letterario che considera il fattore della differenza culturale come un mero ostacolo nell'ottenimento di una buona integrazione tra le gestioni aziendali e di conseguenza nell'ottenimento di un miglioramento dal punto di vista del rendimento contabile.

Infine, è possibile affermare anche che queste evidenze sembrano confermare quanto enunciato dalla seconda ipotesi di ricerca qui formulata, la quale affermava che: *“le differenze culturali esistenti fra società target e bidder hanno un effetto sulla performance successiva all'operazione”*.

La presente tesi, nel capitolo riguardante la revisione della letteratura precedente di ambito M&A, ha individuato diverse correnti ideologiche, evidenziandone due, in particolare, che si schierano in maniera antitetica riguardo il ruolo e l'impatto che il fattore delle differenze di tipo culturale può giocare sul risultato contabile finale nel periodo successivo all'acquisizione delle aziende che hanno portato a termine un'operazione cross-border.

Una di queste due correnti di pensiero si distingue dall'altra per il fatto che considera il fattore delle differenze culturali come un elemento positivo per quel che riguarda la performance contabile ottenuta nelle annualità successive al completamento dell'operazione, senza considerare queste differenze come un ostacolo da gestire per la buona riuscita dell'operazione.

Tuttavia, una terza corrente di pensiero, pur considerando le differenze culturali come una discriminante positiva per l'ottenimento di un miglioramento del rendimento contabile delle società coinvolte, sostiene che le probabilità che le differenze culturali rappresentino un fattore con un impatto effettivamente positivo sul successo dell'operazione straordinaria diminuiscono notevolmente nel momento in cui queste differenze risultano essere eccessivamente marcate, tanto da un punto di vista culturale e ideologico quanto organizzativo.

La presente tesi ha formulato, infine, una terza ipotesi di ricerca focalizzata sul diverso grado che il fattore delle differenze culturali può assumere e su che impatto questa diversa “intensità” può avere sul rendimento contabile delle società coinvolte nell'operazione.

Questa terza ipotesi afferma che:” *a seguito dell’acquisizione di una società appartenente ad un contesto culturale molto diverso, la performance contabile ottenuta negli esercizi successivi all’operazione è relativamente inferiore*”.

Dunque, l’ultimo obiettivo di questo lavoro è verificare se una differenza culturale eccessivamente marcata, dovuta ad un’operazione di tipo cross-border tra due società appartenenti a due continenti differenti, può incidere sulla capacità delle società di riuscire ad integrarsi a livello organizzativo a tal punto da non riuscire a condividere tutte quelle risorse strategiche che impattano successivamente sulla performance contabile finale.

A tale scopo, viene proposta una terza rielaborazione del campione statistico principale comprendendo solamente aziende che hanno portato a termine un’operazione di acquisizione nei confronti di una società target appartenente ad uno stato culturalmente molto distante.

Tabella 12- Campione statistico con massimo grado di differenza culturale, analisi dei ricavi

VARIABILE	BIDDER	NAZIONE BIDDER	NAZIONE TARGET	MEDIA PRE-ACQUISIZIONE	MEDIA POST-ACQUISIZIONE	VARIAZIONE %
Ricavi vendite e prestazioni	ADAMA LIMITED	CHN	ISR	767.829,00	3.818.159,00	397%
Ricavi vendite e prestazioni	SOFTBANK GROUP	JPN	USA	43.490,00	82.195,00	89%
Ricavi vendite e prestazioni	YAZAKI INVESTMENT CORP.	CHN	UK	857.869,00	1.488.230,00	73%
Ricavi vendite e prestazioni	RECORDATI S.p.A.	ITA	RUS	979.720,00	1.338.134,00	37%
Ricavi vendite e prestazioni	NIDEC CORP.	JPN	ITA	8.283,00	10.656,00	29%
Ricavi vendite e prestazioni	CAMPARI	ITA	JAM	1.601.750,00	1.949.536,00	22%
Ricavi vendite e prestazioni	PETROCHINA CORP.	CHN	MOZ	296.107,00	316.855,00	7%
Ricavi vendite e prestazioni	TEVA PHARMACEUTICAL	ISR	USA	19.164.667,00	20.007.250,00	4%
Ricavi vendite e prestazioni	NTT DOCOMO	JPN	ITA	50.815,00	43.483,00	-14%
Ricavi vendite e prestazioni	EXXON MOBIL CORP.	USA	MOZ	363.441,00	257.359,00	-29%
Ricavi vendite e prestazioni	DENTSU	JPN	UK	22.550,00	11.150,00	-51%

La tabella soprariportata individua, relativamente alla variabile “Ricavi delle vendite e delle prestazioni”, i risultati medi di tale variabile nel periodo precedente all’acquisizione, nel periodo successivo ed infine il valore della variazione percentuale dei due valori precedenti, inoltre le società sono ordinate in maniera decrescente rispetto al loro valore dalla variazione percentuale, visibile nell’ultima colonna, mantenendo in questo modo la struttura adottata in tutti i campioni qui analizzati.

Tuttavia, rispetto al campione statistico principale analizzato in tale capitolo della ricerca, quest’ultimo campione comprende un minor numero di società per il fatto che elabora al suo interno i dati derivanti solamente dalle società, le quali all’interno del campione statistico principale, hanno portato a compimento con successo un’operazione M&A, acquisendo però una società locata e operante in una nazione appartenente ad un continente completamente diverso dal loro (non di stampo occidentale), dovendosi così confrontare con culture, organizzazioni e ideologie estremamente differenti.

Dunque, è possibile affermare che in questo campione viene compreso nell’analisi un elevato grado di differenza culturale tra la società acquirente e l’azienda individuata come target dell’operazione straordinaria.

In particolare, la tabella qui riportata espone i risultati relativi alla variabile ricavi di vendita e delle prestazioni e dalla sua osservazione emerge una tendenza ad un incremento della variazione percentuale tra il valore medio della variabile analizzata del periodo pre-

acquisizione e il valore medio degli esercizi successivi all'acquisizione, infatti la media della variazione percentuale di tutte le società qui considerate risulta essere del 51,3%, il quale risulta superiore al valor relativo al campione comprendente società che hanno acquisito aziende con una differenza culturale meno marcata.

Quest'ultimo dato conferma la tendenza fin qui riscontrata in tutti i campioni analizzati, utilizzando come variabile i ricavi delle vendite e delle prestazioni, ad un incremento del valore della variabile nel corso degli esercizi successivi all'acquisizione.

Inoltre, quest'ultimo valore risulta allineato con quello risultante dall'osservazione del campione statistico principale, il quale comprendeva tutte le cinquanta società prese in analisi dal presente lavoro, mentre risulta essere maggiore rispetto a quello individuato dal campione precedente, il quale comprende società americane che hanno effettuato acquisizioni verso l'Europa.

Questo implica che nel caso in cui le differenze culturali sono molto marcate tra la società acquirente e quella target, ciò non impatta in maniera negativa sulla capacità delle società coinvolte nell'operazione di generare nuovi ricavi durante gli esercizi del periodo post-acquisizione.

Per approfondire ulteriormente questa tematica e cercare di rispondere alla terza ipotesi di ricerca qui formulata, il presente lavoro, mantenendo sempre lo stesso filo logico, analizza nuovamente questo campione utilizzando però la variabile data dall'indice di redditività dell'attivo netto (ROA), allo scopo di raccogliere maggiori informazioni riguardo l'impatto sulla performance di differenze culturali molto marcate.

Tabella 13- Campione statistico con il massimo grado di differenza culturale, analisi del ROA

VARIABILE	BIDDER	NAZIONE BIDDER	NAZIONE TARGET	MEDIA PRE-ACQUISIZIONE	MEDIA POST-ACQUISIZIONE	VARIAZIONE %
Redditività del totale Attivo (ROA)	RECORDATI S.p.A.	ITA	RUS	11,98	12,90	8%
Redditività del totale Attivo (ROA)	NTT DOCOMO	JPN	ITA	7,22	7,60	5%
Redditività del totale Attivo (ROA)	EXXON MOBIL CORP.	USA	MOZ	5,49	5,21	-5%
Redditività del totale Attivo (ROA)	CAMPARI	ITA	JAM	5,69	5,19	-9%
Redditività del totale Attivo (ROA)	DENTSU	JPN	UK	2,19	1,90	-13%
Redditività del totale Attivo (ROA)	NIDEC CORP.	JPN	ITA	6,99	5,09	-27%
Redditività del totale Attivo (ROA)	SOFTBANK GROUP	JPN	USA	4,70	2,75	-41%
Redditività del totale Attivo (ROA)	ADAMA LIMITED	CHN	ISR	6,02	3,35	-44%
Redditività del totale Attivo (ROA)	PETROCHINA CORP.	CHN	MOZ	6,90	2,37	-66%
Redditività del totale Attivo (ROA)	YAZAKI INVESTMENT CORP.	CHN	UK	3,25	-0,02	-101%
Redditività del totale Attivo (ROA)	TEVA PHARMACEUTICAL	ISR	USA	5,04	-7,26	-244%

Questa tabella, ovvero l'ultima rielaborazione del campione statistico principale, è composta dalle stesse società della tabella precedente ed è organizzata nella stessa maniera, tuttavia, utilizza, come variabile per l'analisi, l'indice di redditività dell'attivo netto (ROA) allo scopo di provare a capire quanto una differenza culturale estremamente marcata può influire sulla capacità delle società di integrarsi tra loro, dopo la fusione, analizzando la loro capacità di generare reddito in base agli impieghi netti messi a disposizione.

Dall'osservazione dei risultati emerge che, anche in questo caso, coerentemente con quanto ottenuto nei precedenti campioni la moda è rappresentata da un decremento dell'indice ROA, il quale a livello di variazione percentuale assume, per la maggior parte dei casi, dei valori negativi.

Più nello specifico il valore medio di tutte le variazioni percentuali delle società considerate in questo campione risulta essere del **-48,9%**, il quale risulta essere nettamente inferiore rispetto al **-35,7%** nel campione precedentemente considerato, ovvero quello comprendente società che hanno completato operazioni cross-border nei confronti di aziende aventi delle differenze culturali poco marcate.

Inoltre, il valore medio della variazione percentuale registrata in quest'ultimo campione risulta, seppur poco inferiore, allineato con quello risultante dal campione comprendente

società che non hanno completato operazioni di tipo cross-border (non comprendenti il fattore delle differenze culturali) che risulta essere del -50,1%.

dunque, è possibile affermare che il fattore delle differenze culturali, se eccessivamente marcato, potrebbe non essere un elemento in grado di generare un miglioramento sul piano contabile dell'azienda che compie l'acquisizione.

Questa osservazione si trova in accordo con alcuni lavori appartenenti alla letteratura precedente di quest'ambito, i quali sostengono che seppur le differenze culturali rappresentino una possibilità per le aziende di condividere nuovi sistemi organizzativi, know-how e altre conoscenze strategiche, risulta, contemporaneamente, poter diventare un ostacolo al processo di integrazione tra le società coinvolte nell'operazione negli esercizi successivi al suo completamento, andando così ad impattare in maniera negativa sul rendimento contabile.

Quest'ultimo filone letterario motiva quest'ultima affermazione anche attraverso alcuni lavori appartenenti alla letteratura di ambito psicologico, che sostengono che la presenza una marcata differenza culturale possa essere un ostacolo alla fiducia tra le risorse umane di vario livello che compongono entrambe le società coinvolte.

Dunque, è possibile affermare anche che queste evidenze sembrano confermare quanto enunciato dalla seconda ipotesi di ricerca qui formulata, la quale affermava che: *“a seguito dell'acquisizione di una società appartenente ad un contesto culturale molto diverso, la performance contabile ottenuta negli esercizi successivi all'operazione è relativamente inferiore”*.

Infine, allo scopo di indagare le ipotesi di ricerca formulate precedentemente, la sola individuazione delle differenze e delle variazioni percentuali emerse tra i valori medi assunti dalle variabili, prima del compimento dell'operazione straordinaria e dopo la conclusione di tale operazione, non risulta un elemento sufficiente ai fini di garantire un'analisi empirica adeguata, poiché le variazioni individuate dall'analisi del campione principale e dall'analisi delle sue rielaborazioni potrebbero non essere statisticamente significative.

Più precisamente, allo scopo di valutare la significatività delle variazioni individuate nel campione principale e nelle sue rielaborazioni, la presente ricerca utilizza un test statistico non parametrico, anche denominato come Wilcoxon test dei ranghi.

Questo test viene ripetuto dalla presente tesi per tutti e tre i sotto campioni, ottenuto dalla rielaborazione del campione statistico principale, i quali utilizzano come variabile l'indice di redditività dell'attivo netto, ovvero il ROA.

Tabella 14- Wilcoxon test del campione con grado nullo di differenza culturale

company	ROA pre	ROA post	difference	positive	diff	rank	signed rank
1	-1,37	2,77	-4,14	-1	4,14	19	-19
2	5,23	-7,16	12,39	1	12,39	22	22
3	1,57	-1,12	2,69	1	2,69	16	16
4	-1,56	0,76	-2,32	-1	2,32	14	-14
5	9,47	0,11	9,36	1	9,36	21	21
6	-2,53	-0,78	-1,75	-1	1,75	12	-12
7	4,72	2,02	2,7	1	2,7	17	17
8	15,49	8,93	6,56	1	6,56	20	20
9	10,62	6,99	3,63	1	3,63	18	18
10	5,88	4,18	1,7	1	1,7	11	11
11	7,79	5,72	2,07	1	2,07	13	13
12	2,48	1,97	0,51	1	0,51	8	8
13	10,73	9,44	1,29	1	1,29	10	10
14	4,06	3,86	0,2	1	0,2	1	1
15	8,73	9,01	-0,28	-1	0,28	4	-4
16	7,13	7,49	-0,36	-1	0,36	6	-6
17	3,78	3,98	-0,2	-1	0,2	2	-2
18	4,47	4,86	-0,39	-1	0,39	7	-7
19	7,93	9,07	-1,14	-1	1,14	9	-9
20	1,46	1,8	-0,34	-1	0,34	5	-5
21	0,9	1,14	-0,24	-1	0,24	3	-3
22	3,8	6,29	-2,49	-1	2,49	15	-15

$\beta < 0,95$

Ho: non c'è differenza tra i ROA

H1: c'è differenza tra i ROA (il cambiamento medio nn è zero)

*positive sum

157

*negative sum

-96

*test statistic

96

critical value 65

test statistic 96

si accetta H0 perché la statistica test è maggiore del valore critico $96 > 65$

Tabella 15- Wilcoxon test del campione statistico con grado medio di differenza culturale

company	ROA pre	ROA post	difference	positive	diff	rank	signed rank
1	1,78	-0,98	2,76	1	2,76	9	9
2	10,31	-3,32	13,63	1	13,63	17	17
3	-6,83	-0,19	-6,64	-1	6,64	16	-16
4	4,66	0,37	4,29	1	4,29	12	12
5	4,84	0,81	4,03	1	4,03	11	11
6	1,32	0,24	1,08	1	1,08	4	4
7	8,57	2,09	6,48	1	6,48	15	15
8	8,85	4,48	4,37	1	4,37	13	13
9	15,86	10,43	5,43	1	5,43	14	14
10	16,96	15,43	1,53	1	1,53	6	6
11	5,05	4,75	0,3	1	0,3	2	2
12	11,47	11,29	0,18	1	0,18	1	1
13	9,74	11,08	-1,34	-1	1,34	5	-5
14	3,05	3,48	-0,43	-1	0,43	3	-3
15	7,1	8,67	-1,57	-1	1,57	7	-7
16	3,31	5,2	-1,89	-1	1,89	8	-8
17	3,25	6,57	-3,32	-1	3,32	10	-10

$\beta < 0,95$

Ho: non c'è differenza tra i ROA

H1: c'è differenza tra i ROA (il cambiamento medio nn è zero)

*positive sum 104

*negative sum -49

*test statistic 49

critical value 34

test statistic 49

si accetta H0 perché la statistica test è maggiore del valore critico $49 > 34$

Tabella 16- Wilcoxon test del campione statistico con massimo grado di differenza culturale

company	ROA pre	ROA post	difference	positive	diff	rank	signed rank
1	5,04	-7,26	12,3	1	12,3	11	11
2	3,25	-0,02	3,27	1	3,27	9	9
3	6,9	2,37	4,53	1	4,53	10	10
4	6,02	3,35	2,67	1	2,67	8	8
5	4,7	2,75	1,95	1	1,95	7	7
6	6,99	5,09	1,9	1	1,9	6	6
7	2,19	1,9	0,29	1	0,29	2	2
8	5,69	5,19	0,5	1	0,5	4	4
9	5,49	5,21	0,28	1	0,28	1	1
10	7,22	7,6	-0,38	-1	0,38	3	-3
11	11,98	12,9	-0,92	-1	0,92	5	-5

$\beta < 0,95$

Ho: non c'è differenza tra i ROA

H1: c'è differenza tra i ROA (il cambiamento medio nn è zero)

*positive sum 58

*negative sum -8

*test statistic 8

critical value 10

test statistic 8

si rifiuta Ho e si accetta H1 poiché la statistica test è minore del valore critico $8 < 10$

questo è dunque l'unico caso in cui la differenza tra il ROA pre-acquisizione e il ROA post-acquisizione risulta significativa

Queste ultime tre tabelle, per tutti e tre i sotto campioni ottenuti dalla rielaborazione del campione statistico principale (i quali esprimono il diverso grado di differenza culturale), rappresentano il procedimento svolto per effettuare il Wilcoxon test dei ranghi, il quale viene effettuato, dalla presente tesi, solamente per quel che riguarda la variabile data dall'indice di redditività dell'attivo netto, ovvero il ROA.

La scelta, da parte di questo lavoro, di verificare la significatività delle variazioni del valore medio della variabile ROA, piuttosto delle variazioni individuate tramite l'analisi della variabile dei ricavi delle vendite e delle prestazioni, sta nel fatto che lo scopo d'indagine dei tre sotto campioni è lo studio dell'impatto del fattore delle differenze culturali, maggiormente o meno marcate che siano, sul rendimento contabile della società che svolge il ruolo di acquirente nell'operazione.

Più precisamente, il ROA, come è stato affermato anche nel capitolo riguardante la metodologia, è per sua costruzione un indicatore che esprime il rendimento dato da tutte le risorse impiegate nell'attività dell'impresa.

Per tanto, grazie a questa sua caratteristica, il ROA, rispetto ai ricavi delle vendite e delle prestazioni, ha una maggiore valenza informativa su quella che può essere la gestione dell'azienda, la quale, secondo alcuni lavori appartenenti alla letteratura passata, potrebbe essere influenzata dalle implicazioni derivanti dal fattore culturale che caratterizza l'azienda. Dunque, per questa ragione, la presente tesi, ha utilizzato il test statistico di Wilcoxon dei ranghi solamente per quest'ultima variabile.

In tutte e tre le tabelle sopra riportate viene seguito la stessa metodologia grazie alla quale, per ogni campione, vengono poste due ipotesi denominate H_0 e H_1 per poi procedere ad accettarne una e rifiutare la rimanente, inoltre anche la formulazione delle due ipotesi rimane la stessa per tutti e tre i campioni considerati.

La prima delle due ipotesi della statistica, ovvero H_0 , afferma che: "non c'è differenza tra i valori del ROA" la quale sostiene che la variazione individuate nell'analisi dei valori medi del ROA non sono significative, mentre la seconda ipotesi chiamata H_1 sostiene che: "c'è differenza tra i valori del ROA" la quale afferma che la variazione tra i valori del ROA qui individuati è statisticamente significativa.

Dato il procedimento del Wilcoxon test dei ranghi per accettare o rifiutare le ipotesi, rappresentato dalle tabelle qui sopra riportate, emerge come l'unico campione nel quale viene accettata l'ipotesi statistica $H1$ sia l'ultimo, ovvero quello riportante solamente le società del campione statistico principale che hanno portato a termine un'operazione di acquisizione di tipo cross-border, individuando come target una società appartenente ad un continente diverso e ad un paese con una cultura estremamente diversa.

Dunque, le uniche variazioni del ROA, individuate nell'analisi della presente tesi, statisticamente significative risultano essere quelle rappresentate nel campione dove è presente un elevato grado di distanza culturale tra la società acquirente e quella individuata come target.

Data quest'ultima osservazione è possibile affermare che, nel momento in cui viene preso in considerazione il fattore delle differenze culturali come possibile discriminante per quel che riguarda le probabilità di un impatto positivo sul rendimento contabile dal punto di vista della variabile ROA, delle società che hanno concluso un'operazione di acquisizione aziendale, le uniche variazioni che sembrano poter avere un impatto concreto sulla capacità delle società di generare redditività in base agli impieghi netti utilizzati sono quelle derivanti da un'acquisizione il cui target è un'azienda dal retaggio culturale molto marcato.

Ciò implica che il fattore delle differenze culturali, in un'ottica aziendale, potrebbe tendenzialmente non rappresentare un fattore impattante, sia in maniera positiva o negativa che sia, della probabilità che la società acquirente dell'operazione ha di ottenere un evidente miglioramento della propria performance contabile.

Tuttavia, quest'ultima conclusione non risulta esatta nel momento che, sempre in accordo con quanto evidenziato nel presente lavoro, la differenza culturale emergente tra la società acquirente e l'azienda individuata come target dell'operazione non sia eccessivamente marcata (come nel caso dell'ultimo campione analizzato).

In tal caso infatti, è possibile sostenere che nel momento in cui due società, che hanno portato a termine con successo l'iter necessario per un'acquisizione, presentano al loro interno due retaggi culturali estremamente diversi, come potrebbero essere quello occidentale e quello asiatico, la performance contabile ne risente in maniera negativa.

4.1. Discussione dei risultati

Dallo studio e dalla conseguente revisione dei lavori della letteratura passata appartenente all'ambito di studi M&A, effettuato nel presente lavoro, è emerso come, nonostante le operazioni straordinarie di acquisizione siano comunemente utilizzate dalle aziende come uno strumento in grado di generare un miglioramento della performance contabile già nel breve periodo, ciò accade con una probabilità relativamente poco elevata, ovvero intorno al 56% dei casi le società ottengono un miglioramento del rendimento contabile in linea con le aspettative precedenti al completamento di tale operazione.

Questo valore percentuale risulta essere relativamente basso, poiché le operazioni di acquisizione, anche definite dalla ragioneria come "straordinarie", per essere portate a compimento con successo richiedono una grande organizzazione per affrontare tutti i passaggi necessari e soprattutto un'elevata disponibilità liquida da parte della società che intende completare l'acquisizione, proprio per queste ragioni sono operazioni considerate rare per il fatto che non ricorrono con frequenza durante un normale ciclo di vita aziendale.

Inoltre, molti lavori appartenenti alla letteratura passata, nel tentativo di fornire delle spiegazioni per questa bassa probabilità di successo registrata per le operazioni M&A, hanno allargato il ventaglio delle variabili prese in considerazione, introducendo così nelle loro analisi anche variabili di natura non economica come la differenza culturale tra la società acquirente e l'azienda target dell'operazione.

Partendo da ciò che è stato affermato da questi studi precedentemente elaborati, il presente lavoro ha formulato un'ipotesi di ricerca inerente alla prestazione contabile che emerge negli esercizi successivi al completamento dell'acquisizione rispetto alla prestazione contabile degli esercizi precedenti ad essa.

Successivamente a ciò, questa tesi, ha elaborato altre due ipotesi di ricerca che riguardano l'impatto che il fattore delle differenze culturali può avere sulla performance contabile degli esercizi successivi all'acquisizione.

In particolare, nelle ultime due ipotesi viene posta una distinzione in base al livello di "intensità" della differenza culturale presente tra la società bidder e quella target dell'acquisizione, ponendo il focus su come questo diverso grado di differenza impatta sul rendimento contabile delle due società.

Nel tentativo di dare risposta a queste tre ipotesi di ricerca, questo lavoro, ha composto un campione statistico principale per confrontare diverse società che hanno portato a termine con successo un'operazione M&A, sia che si tratti di un'acquisizione nei confronti di un'azienda target appartenente alla stessa nazione sia che si tratti di un'acquisizione di tipo cross-border.

Invece, allo scopo di analizzare l'impatto, come possibile discriminante per la performance contabile, delle differenze culturali sono stati creati altri tre nuovi campioni basati su una selezione delle aziende facenti parte del campione statistico principale.

Dall'osservazione dei campioni statistici e dalle conseguenti tabelle d'analisi qui considerati e dalla loro lettura attraverso le variabili date dai ricavi delle vendite e delle prestazioni e dall'indice di redditività dell'attivo netto (ROA), la presente tesi ha tratto delle osservazioni utili sia al fine di provare a dare risposta alle ipotesi di ricerca inizialmente formulate sia ad ottenere ulteriori dati per quel che riguarda il dibattito sul ruolo delle differenze culturali nell'ambito M&A.

Più precisamente, analizzando la tabella comprendente il campione statistico principale di questa ricerca è possibile osservare come la variabile dei ricavi delle vendite e delle prestazioni subisca un notevole incremento, mentre l'indice di redditività dell'attivo netto mostra un trend decrescente rispetto agli esercizi antecedenti alla conclusione dell'acquisizione.

Isolando nel primo sotto campione solo le società che hanno portato a termine un'acquisizione nei confronti di aziende appartenenti allo stesso contesto culturale (in questo caso aziende degli Stati Uniti d'America che acquisiscono altre società statunitensi), emerge che i ricavi delle vendite e delle prestazioni vedono un incremento nettamente superiore rispetto al campione principale, mentre l'indice ROA mantiene un decremento stabile negli esercizi successivi alla conclusione dell'operazione M&A.

Invece, nel momento in cui si analizza il secondo sotto campione, il quale prende in analisi anche il fattore non economico delle differenze culturali, i risultati, pur mostrando comunque un andamento antitetico tra le due variabili, si differenziano rispetto a quanto osservato nel campione principale per il fatto che i ricavi aumentano in maniera inferiore contemporaneamente ad un minor decremento del ROA.

Infine, il terzo sotto campione, il quale considera il fattore rappresentato dalla presenza di differenze culturali molto marcate tra la società acquirente e l'azienda target, evidenzia come, in questo particolare caso, i ricavi pur aumentando rimangono in linea con quanto osservato nel campione statistico principale, mentre l'indice di redditività dell'attivo netto subisce un decremento maggiore, nelle annualità successive all'acquisizione, rispetto ai casi precedentemente studiati.

Dalle osservazioni fin qui fatte, frutto delle analisi svolte dalle tabelle comprendenti le società considerate nel campione principale, sembra emergere che le operazioni M&A, seppur registrando un tendenziale aumento dei ricavi, non portano, in tutti i casi, ad un aumento della performance contabile adeguata all'utilizzo di uno strumento dispendioso come l'acquisizione aziendale, almeno per quel che riguarda il breve periodo.

Inoltre, dalle osservazioni ottenute dall'analisi dei sotto campioni del campione statistico principale, creati dal presente lavoro per valutare l'impatto del fattore delle differenze culturali sulla performance contabile, emerge come questo elemento di natura non economica possa giocare un impatto positivo sull'andamento del valore del ROA negli esercizi successivi all'acquisizione.

Questa osservazione, tuttavia, non viene confermata nel caso in cui le aziende che hanno portato a termine un'operazione M&A hanno acquisito una società target appartenente ad un continente differente, e di conseguenza con un retaggio culturale estremamente diverso. Infatti, in quest'ultimo caso il ROA subisce un decremento superiore alla media registrata nel caso analizzato nel campione statistico principale.

Il fatto che l'andamento delle due variabili considerate in questo lavoro, ovvero i ricavi delle vendite e delle prestazioni e l'indice di redditività dell'attivo netto, sia tendenzialmente contrastante, per quel che riguarda gli esercizi successivi al completamento dell'operazione, potrebbe essere motivato dal fatto che un aumento dei ricavi sembra essere una conseguenza naturale di un'acquisizione, la quale attraverso l'assorbimento di un'altra società pre-esistente permette all'azienda bidder di aumentare le proprie quote di mercato e di entrare, in alcuni casi, in mercati completamente diversi, consentendo in questa maniera alla società acquirente di ottenere un aumento dei propri ricavi.

Per quel che riguarda il ROA, invece, il suo tendenziale decremento potrebbe essere dovuto al fatto che, come è stato già precedentemente affermato, dopo aver completato un'operazione complessa come un'acquisizione aziendale, le due società devono superare una fase molto delicata che riguarda l'integrazione delle due aziende, in modo tale che arrivino a lavorare in maniera coordinata verso la creazione di ulteriore valore aziendale per quel che riguarda la società acquirente.

Quest'ultima fase riguardante l'integrazione però, come è stato affermato anche da alcuni lavori appartenenti alla letteratura passata, risulta essere un passaggio che può risultare estremamente complicato, al punto da diventare un vero e proprio ostacolo per il raggiungimento di una migliore performance nell'arco temporale successivo alla conclusione dell'operazione straordinaria.

Come è stato sostenuto da alcuni articoli riguardanti l'ambito M&A, infatti, le società che intendono utilizzare lo strumento dell'acquisizione aziendale per poter ottenere un miglioramento della performance contabile sufficientemente rapido dovrebbero prestare attenzione a selezionare la giusta società target, ponendo il focus sulla compatibilità anche in base a variabili di natura diversa da quella economica o finanziaria.

Partendo da quest'ultima considerazione di alcuni lavori della letteratura di ambito M&A, il presente lavoro, ha approfondito l'impatto e il ruolo che il fattore della differenza culturale, anche di diverso grado, può avere sul successo di un'operazione di acquisizione e, in particolare, sulla performance contabile ottenuto nel periodo successivo alla conclusione dell'operazione straordinaria.

Dall'osservazione delle tabelle, frutto di una rielaborazione del campione statistico principale, emerge che il fattore delle differenze culturali, nel momento in cui non sono eccessivamente marcate, rappresenta un elemento positivo per quel che riguarda l'andamento del ROA, e quindi per quel che riguarda la capacità delle aziende considerate di generare reddito in relazione agli impieghi utilizzati, mentre è possibile osservare che, nel momento in cui le differenze culturali sono estremamente marcate, questo fattore non rappresenta più una discriminante positiva sulla prestazione contabile delle società.

Queste ultime osservazioni si pongono sulla stessa linea di pensiero dell'ultimo filone descritto nel capitolo riguardante la letteratura passata di tale ambito economico.

La spiegazione a queste due ultime osservazioni potrebbe risiedere nel fatto che, il processo di integrazione con una cultura differente, seppur rimanendo un passaggio estremamente delicato, potrebbe portare ulteriori vantaggi all'operazione di acquisizione, poiché il confronto con metodi lavorativi e organizzativi dovuti ad un retaggio culturale differente può portare ad uno scambio superiore di conoscenze strategiche e know-how utili a migliorare la performance contabile, inoltre questo processo di integrazione potrebbe portare la società acquirente a non imporre un proprio sistema organizzativo pre-esistente alla società target, ma bensì a sviluppare un sistema organizzativo nuovo e migliorato per poter integrare al meglio la società target e ottenere così un allineamento degli obiettivi aziendali.

Invece, una performance contabile peggiore, nel caso in cui il fattore della differenza culturale sia eccessivamente marcato, potrebbe essere spiegata dal fatto che il passaggio post-acquisizione dell'integrazione tra la società acquirente e l'azienda target diviene un ostacolo, come sostenuto da alcuni lavori della letteratura precedente.

In particolare, in questo caso specifico, le due società coinvolte nell'operazione straordinaria dovendosi confrontare con due ideologie, abitudini e organizzazioni lavorative estremamente diverse e incompatibili, si trovano ad affrontare una fase di integrazione tra loro che non riesce ad andare a buon fine con una probabilità superiore, causando così un disallineamento tra la società bidder e quella target che porta ad una performance contabile relativamente inferiore.

Tuttavia, dall'osservazione del test statistico di Wilcoxon dei ranghi per variabili non parametriche, svolto per le tabelle di analisi che utilizzano come variabile il ROA, al fine di verificare la significatività delle variazioni registrate nell'analisi, emerge che le uniche variazioni significative sono quelle che riguardano l'ultimo sotto campione, ovvero quello comprendente tutte quelle società che hanno portato a compimento un'operazione di acquisizioni avendo come target un'azienda appartenente ad un continente differente e avente un retaggio culturale estremamente diverso.

Ciò implica che le uniche variazioni del valore del ROA, emerse tra gli esercizi precedenti all'operazione e quelli successivi al completamento di essa, sono quelle delle aziende caratterizzate da una forte differenza culturale con la loro società target.

Dunque, a fronte di ciò è possibile affermare che, da quanto osservato in questo lavoro, il fattore delle differenze culturali non rappresenta una variabile in grado di influenzare il rendimento contabile delle aziende che hanno portato a termine con successo un'operazione di acquisizione in maniera significativa.

Quest'ultima considerazione si discosta dalla linea di pensiero della corrente che considera le differenze culturali come un ostacolo alla creazione di valore e si discosta anche dalla teoria di un'altra corrente di pensiero, appartenente alla letteratura di ambito M&A, la quale considera il fattore delle differenze culturali come un elemento in grado di influenzare in maniera positiva la performance contabile e quindi in grado di generare valore aggiuntivo per l'azienda.

Tuttavia, sempre riguardo ai risultati del presente lavoro, è possibile sostenere che, nel caso in cui le differenze culturali siano molto marcate, esse influenzano in maniera significativa la performance contabile delle società, che hanno portato a termine un'acquisizione di tipo cross-border, in maniera negativa dal punto di vista dell'indice di bilancio ROA.

Nonostante il flusso di ricerche riguardanti l'ambito delle operazioni di acquisizione aziendale sia popolare tra i ricercatori da oltre tre decenni, siano già stati portati a termine molti lavori di ricerca e si siano sviluppate diverse correnti di pensiero, a fronte delle considerazioni, fatte nel presente lavoro, è possibile sostenere che il dibattito riguardante le motivazioni che portano le operazioni M&A ad avere una probabilità di successo così bassa rimane tutt'ora aperto.

In particolare, anche per quel che riguarda il fattore delle differenze culturali come possibile causa di una scarsa probabilità di successo delle operazioni M&A, le evidenze rimangono insufficienti per trarre delle considerazioni certe riguardo al suo impatto sui diversi aspetti aziendali.

Infatti, sebbene la presente ricerca abbia potuto trarre delle osservazioni significative almeno dal campione contenete società che hanno portato a termine operazioni verso target con un retaggio culturale molto diverso, ciò non implica che ci si possa fare un'idea definita sull'impatto effettivo di questo complesso fattore sulla performance delle aziende nell'arco temporale successivo al completamento di un'operazione M&A.

Quest'ultima considerazione si basa sul fatto che, essendo le acquisizioni aziendali delle operazioni tanto complesse da essere definite dalla ragioneria come "straordinarie", necessitano di essere approfondite sotto molti aspetti che non è possibile considerare in un unico lavoro, inoltre la presente ricerca presenta dei limiti che non consentono di trarre delle osservazioni così accurate da poter avere dei risvolti pratici anche per gli operatori del settore delle operazioni M&A, le quali potrebbero essere utili per massimizzare le possibilità di successo di un'operazione di acquisizione.

4.2. *Limiti della ricerca*

Questo lavoro partendo dalla ricerca di G. K. Stahl e A. Voigt del 2008 ha formulato tre ipotesi di ricerca che hanno come oggetto la performance contabile negli esercizi successivi al completamento di un'operazione M&A e l'impatto che il fattore delle differenze culturali, laddove siano presenti, possono avere su questa performance.

Tuttavia, come è stato accennato nel precedente paragrafo, il presente lavoro presenta alcuni limiti che riguardano la numerosità del campione, il numero di variabili considerate e il punto di vista adottato per provare a dare risposta alle ipotesi formulate inizialmente.

Il primo limite del presente lavoro riguarda la numerosità del campione, infatti per poter ottenere delle osservazioni il più precise possibile è necessario un campione statistico molto numeroso, mentre nella presente ricerca il campione statistico principale è composto da cinquanta società e i campioni relativi al diverso grado di differenza culturale tra la società bidder e quella target dell'operazione sono composti da un numero di aziende anche inferiore. Questo è un limite che viene riscontrato con frequenza nel momento in cui si studiano le operazioni M&A, infatti secondo la ragioneria le operazioni di acquisizione sono operazioni "straordinarie", il che implica che per loro natura risultano essere estremamente complesse e richiedono un grande esborso finanziario da parte delle società che scelgono di adottarle come strumento di crescita rapida.

Queste caratteristiche intrinseche alle operazioni di acquisizione fanno sì che le aziende in grado di portarne a compimento con successo una siano solamente le più grandi.

Inoltre, sempre secondo la ragioneria, le operazioni straordinarie sono operazioni che per loro natura sono scarsamente ripetibili durante un normale ciclo di vita aziendale, perciò sono operazioni definite come rare, proprio a causa della loro frequenza.

Oltre ciò, al fine di poter garantire un campione statistico molto grande è necessario ottenere i bilanci relativi ad ogni singola azienda, tuttavia nel caso lo scopo della ricerca preveda lo studio dell'impatto di differenze culturali molto marcate è necessario reperire dati riguardanti società locate e operanti in paesi non sviluppati, o in generali non appartenenti ad uno stato di stampo occidentale.

Per queste ragioni risulta spesso complicato nell'ambito M&A ottenere un campione molto numeroso, in modo tale che la ricerca sia il più precisa possibile.

Oltre alla numerosità del campione statistico, un altro limite del presente lavoro è la quantità di variabili prese in esame.

Infatti, com'è stato affermato nel capitolo riguardante la letteratura passata di ambito M&A, molti studi, appartenenti a filoni di ricerca più moderni, hanno iniziato a prendere in esame un ventaglio di variabili molto vasto, al fine di massimizzare le possibilità di individuare la possibile esistenza di una variabile chiave la quale possa rappresentare una discriminante positiva per quel che riguarda l'impatto sulla performance contabile delle società, che hanno portato a termine l'operazione di acquisizione.

Invece, nella presente ricerca le variabili prese in esame sono tre, di cui i ricavi delle vendite e delle prestazioni e l'indice di redditività dell'attivo netto sono di natura contabile, mentre il fattore delle differenze culturali esistenti tra la società acquirente e quella target è di natura non economica.

Tuttavia, alcuni lavori appartenenti alla letteratura precedente di quest'ambito come quello di G. K. Stahl, A. Voigt, 2008, prendono in considerazione poche variabili di stampo economico-finanziario in base alla loro valenza informativa, soprattutto se l'obiettivo del lavoro, come nel presente caso, è quello di provare a valutare l'impatto di un singolo fattore sulla performance contabile.

Infine, un ultimo limite del presente lavoro potrebbe risiedere nel punto di vista adottato nel tentativo di provare a rispondere alle ipotesi di ricerca inizialmente formulate.

Infatti, com'è stato precedentemente spiegato, per far fronte alla problematica di ottenere un campione statistico principale sufficientemente numeroso, il presente lavoro, ha adottato il punto di vista delle società anglosassoni, più in particolare società locate negli Stati Uniti d'America.

Questa decisione è basata sul fatto che gli Stati Uniti d'America sono una nazione sufficientemente vasta e popolata da poter avere al suo interno un gran numero di società,

sufficientemente grandi e organizzate, da poter concludere con successo un'operazione di acquisizione.

Oltre ciò, grazie al database di dati aziendali ORBIS, è stato possibile reperire una grande quantità di dati riguardanti le aziende poi inserite all'interno del campione statistico principale di questa tesi.

Dunque, è possibile affermare che il presente lavoro ha adottato un punto di vista univoco basato su quella che è l'esperienza di acquisizione di aziende tendenzialmente statunitensi o quanto meno di stampo occidentale.

A fronte di questa osservazione, potrebbe rappresentare uno spunto per effettuare un ulteriore approfondimento il fatto di ripetere la stessa ricerca riuscendo ad ottenere un campione statistico principale composto da aziende locate nel continente asiatico, le quali potrebbero avere un *modus operandi* e un approccio alle operazioni M&A completamente diverso da quello delle aziende di stampo occidentale.

Dunque, è possibile affermare che il dibattito riguardante le operazioni di tipo M&A, e più in particolare la loro probabilità di portare ad un miglioramento sul piano contabile, rimane sostanzialmente aperto, sia per quel che riguarda l'approfondimento attinente al fattore delle differenze culturali ma anche per quel che riguarda la possibilità di includere nella ricerca variabili e altri studi di natura differente da quella economica o finanziaria.

Conclusione, riflessione di sintesi e sviluppi futuri

Il presente lavoro presenta come oggetto dell'analisi le operazioni di acquisizione aziendale M&A da parte di società prevalentemente locate negli Stati Uniti d'America, sia che si tratti di acquisizioni rivolte verso target appartenenti allo stesso continente e contemporaneamente alla stessa nazione, sia che si tratti di operazioni di tipo cross-border compiute verso società target appartenenti ad un continente diverso.

Dopo aver passato in rassegna i principali contributi scientifici internazionali della letteratura passata, facenti parte dell'ambito delle operazioni M&A, e dopo aver analizzato gli sviluppi dei vari flussi di ricerca, che si sono succeduti nel corso delle tre decadi che hanno caratterizzato la crescita dei lavori appartenenti a quest'ambito, è stato possibile, da parte del presente lavoro, formulare delle osservazioni riguardanti tematiche appartenenti a tale ambito di ricerca ed arrivare ad alcune conclusioni rispetto alle domande che hanno ispirato questa ricerca.

Dunque, partendo da questo primo lavoro di revisione e classificazione secondo diverse correnti di pensiero delle diverse ondate di ricerca appartenenti alla letteratura precedente di ambito M&A, il presente lavoro ha potuto iniziare la propria indagine formulando tre ipotesi di ricerca.

La prima di queste ipotesi è stata formulata partendo da alcune osservazioni fatte da altri lavori appartenenti alla letteratura, i quali sostengono che le probabilità di successo di un'operazione M&A, intese dal punto di vista di una performance, si aggirano intorno al 56%. Poiché questa probabilità risulta essere relativamente bassa se considerato il fatto che le operazioni di acquisizione, pur essendo uno strumento che consente alle aziende di ottenere una crescita molto rapida, risultano delle operazioni molto complesse sia dal punto di vista dell'esborso economico necessario per realizzarle sia da un punto di vista organizzativo.

Dunque, a fronte di questa problematica, la prima ipotesi formulata nel presente lavoro afferma che: *"l'operazione M&A porta ad un aumento della performance delle società target e bidder negli esercizi successivi alla sua conclusione"*.

Al fine di verificare questa prima ipotesi, il presente lavoro, ha composto un campione statistico, che rappresenterà il campione principale di tutta la ricerca, composto da cinquanta aziende che hanno portato a termine con successo un'operazione M&A, sia che si tratti di operazioni di acquisizione nei confronti di una società target appartenente alla stessa nazione dell'azienda acquirente, sia che si tratti di un'operazione di tipo cross-border.

Per poter valutare l'impatto che la conclusione dell'operazione di acquisizione ha avuto, a livello di performance contabile, sulle aziende comprese nel campione statistico principale, questo lavoro, ha utilizzato due variabili di natura contabile le cui caratteristiche si adattano al tipo di ricerca, ovvero la voce di conto economico ricavi delle vendite e delle prestazioni e l'indice di bilancio chiamato redditività dell'attivo netto.

Dunque, dall'analisi del campione statistico principale di cinquanta società attraverso l'utilizzo delle due variabili di natura contabile ha permesso al presente lavoro di fare delle osservazioni riguardanti l'impatto che la conclusione di un'operazione di acquisizione ha negli esercizi successivi.

In particolare, dall'osservazione dei risultati emersi dall'analisi di questa prima tabella è emerso come la performance contabile subisca un andamento contrastante tra le due variabili.

Infatti, i ricavi delle vendite e delle prestazioni, in media, subiscono un netto incremento, mentre l'indice di redditività dell'attivo netto presenta una tendenza al decremento.

Queste osservazioni dunque, confermano parzialmente la prima ipotesi di ricerca formulata nel presente lavoro.

Allo scopo di indagare le cause che incidono su questo fenomeno, molti lavori appartenenti alla letteratura precedente hanno iniziato a considerare, oltre alle classiche variabili di natura economica o finanziaria, anche alcune variabili appartenenti ad ambiti di ricerca differenti ma che potevano in ogni caso avere comunque un impatto decisivo sul risultato di un'operazione M&A.

Quest'ultima tendenza si spiega per il fatto che le operazioni M&A, essendo operazioni molto complesse, coinvolgono molti aspetti aziendali che vengono influenzati anche dalle dinamiche comportamentali degli operatori del settore.

Per questo motivo molti articoli della letteratura precedente hanno iniziato ad implementare all'interno delle loro ricerche alcune variabili appartenenti alla sfera della psicologia o delle scienze comportamentali.

Il presente lavoro, sulla scia di altri lavori passati, al fine di approfondire un possibile fattore in grado di avere un impatto rilevante sul risultato di un'operazione M&A ha preso in analisi il fattore rappresentato dalle differenze culturali esistenti tra l'azienda acquirente e quella individuata come target dell'operazione.

Dunque, sulla base di quest'intenzione, viene formulata la seconda ipotesi di ricerca, la quale sostiene che: *"le differenze culturali esistenti fra società target e bidder hanno un effetto sulla performance successiva all'operazione"*.

Al fine di indagare l'impatto che una variabile di natura non economica, come la differenza culturale, può avere sulla performance contabile delle aziende durante gli esercizi successivi al compimento di un'acquisizione M&A, questa tesi ha suddiviso il campione statistico principale, precedentemente citato, in tre sotto campioni, i quali analizzano il rendimento aziendale attraverso le stesse variabili contabili precedentemente esplicitate.

Più precisamente, il primo sotto campione comprende tutte quelle società, precedentemente appartenenti al campione statistico principale, che hanno portato a termine un'operazione di acquisizione nei confronti di un'azienda target appartenente alla loro stessa nazione.

Il secondo sotto campione, invece, incorpora quelle società che hanno completato un'acquisizione di tipo cross-border, quindi hanno acquisito una società locata in una nazione differente dalla loro.

Dal confronto delle osservazioni tratte da questi primi due sotto campioni è stato possibile, per questo lavoro, osservare come, sebbene le due variabili mantengano la stessa tendenza antitetica, il campione di aziende che hanno portato a termine operazioni di tipo cross-border ottiene un miglior rendimento dal punto di vista del ROA. Questa osservazione si pone in maniera opposta a molto lavori appartenenti alla letteratura precedente i quali considerano il fattore delle differenze culturali come un elemento in grado di rappresentare un ostacolo al processo di integrazione tra la società acquirente e quella target, causando in questo modo una maggiore difficoltà per le società di ottenere un sistema in grado di generare reddito in base al totale degli impieghi utilizzati.

Tuttavia, nel capitolo riguardante la revisione dei lavori appartenenti alla letteratura precedente, la presente tesi, dopo aver evidenziato l'esistenza di due correnti di pensiero con una visione contraria sul fattore delle differenze culturali, evidenzia un'ulteriore corrente di pensiero, la quale, pur considerando in maniera positiva un differente retaggio culturale tra la società acquirente e quella target, prende in considerazione anche il fatto che questo fattore di natura non economica, nel caso risultati essere eccessivamente marcato, potrebbe rappresentare un ostacolo all'ottenimento di un'adeguata prestazione contabile negli esercizi successivi al completamento dell'operazione straordinaria.

Nel tentativo di approfondire questa problematica, questo lavoro, ha formulato una terza ipotesi di ricerca, la quale sostiene che: *" a seguito dell'acquisizione di una società appartenente ad un contesto culturale molto diverso, la performance contabile ottenuta negli esercizi successivi all'operazione è relativamente inferiore"*.

Allo scopo di provare ad ottenere delle osservazioni su questo particolare fenomeno, questa ricerca, ha isolato un terzo sotto campione tratto dal campione statistico principale, il quale incorpora tutte quelle società che hanno portato a compimento con successo un'operazione di acquisizione di tipo cross-border nei confronti di una società target locata in un continente diverso e con un retaggio culturale estremamente differente.

Dall'analisi della tabella derivata da quest'ultimo campione si osserva come, rispetto ai sotto campioni precedenti e al campione statistico principale, emerge una performance contabile inferiore sia per quel che riguarda la variabile dei ricavi delle vendite e delle prestazioni che per il risultato del ROA, per quel che riguarda gli esercizi successivi al compimento dell'acquisizione.

Dunque, quest'ultima osservazione si pone sulla stessa linea di pensiero dell'ultima corrente di pensiero individuata nel capitolo riguardante la letteratura di ambito M&A, infatti nel momento in cui l'acquisizione cross-border considera come target un'azienda dal retaggio culturale molto diverso, questa differenza passa dall'essere un possibile fattore positivo al divenire un ostacolo.

Quest'ultima affermazione potrebbe essere spiegata dal fatto che nel momento in cui le differenze sono eccessivamente marcate, la fase di integrazione tra la società bidder e quella target diventa maggiormente complessa poiché entrambe le società sono più restie alla condivisione di know-how o conoscenze strategiche utili a creare valore nel periodo successivo all'acquisizione.

Infine, data la scarsa numerosità dei sotto campioni, per verificare che le variazioni del ROA individuate nell'analisi risultino essere a tutti gli effetti significative, il presente lavoro, ha effettuato un test statistico su questi risultati.

Più precisamente, sui tre sotto campioni analizzati dal punto di vista dell'indice di redditività dell'attivo netto è stato svolto un test di Wilcoxon dei ranghi per variabili non parametriche, poiché questo tipo di test statistico si adatta alla tipologia di campione che è stato adottato al fine di ottenere delle osservazioni il più chiare possibili.

Dai risultati ottenuti dal test statistico emerge come le uniche variazioni significative, tra tutte quelle individuate dall'analisi dei tre sotto campioni, siano quelle relative al sotto campione comprendente tutte quelle società che hanno portato a termine un'acquisizione di tipo cross-border nei confronti di una società target dal retaggio culturale molto diverso.

Dunque, non è possibile affermare che le differenze culturali, nel momento in cui non sono eccessivamente marcate, siano un fattore che ha un impatto sulla performance contabile post acquisizione.

Tuttavia, come confermato dal test di Wilcoxon, nel caso in cui le differenze culturali tra la società acquirente e quella target siano eccessivamente marcate questo fattore diviene una discriminante negativa per quel che riguarda la performance contabile degli esercizi successivi alla conclusione dell'acquisizione.

Quest'ultima conclusione è allineata con quanto sostenuto dall'ultima corrente di pensiero analizzata nel capitolo riguardante la letteratura di ambito M&A, la quale sostiene che il fattore delle differenze culturali diviene impattante sul risultato di un'operazione di acquisizione nel momento in cui sono eccessivamente marcate.

Inoltre, queste evidenze qui ottenute non possono essere prese singolarmente per essere utilizzate dagli operatori del settore al fine di migliorare la probabilità di un miglioramento del rendimento contabile nel periodo post acquisizione, come sostenuto da alcuni lavori appartenenti alla letteratura passata.

Infatti, è importante sottolineare che la presente ricerca presenta alcuni limiti che indicano la necessità di approfondire ulteriormente l'analisi e di ottenere altre osservazioni significative, in modo tale da poter incrociare i risultati ed ottenere una visione maggiormente approfondita sul complesso tema dell'impatto della differenza culturale sulla buona riuscita di un'operazione M&A. tra i limiti del presente lavoro compaiono, ad esempio, la scarsa numerosità del campione, un ristretto ventaglio di variabili considerate e l'adozione di un punto di vista univoco sull'impatto che il fattore delle differenze culturali ha sulla performance contabile, infatti la presente tesi adotta il punto di vista di aziende di cultura anglosassone poiché rappresentano la maggioranza del campione statistico.

In particolare, i primi due limiti trovano una giustificazione in base al tipo di ricerca che il presente lavoro ha scelto di condurre, mentre per quel che riguarda l'ultimo, il fatto di adottare un campione statistico principale composto da aziende locate nel continente asiatico, potrebbe rappresentare un ottimo spunto per le ricerche future, le quali hanno come scopo quello di ampliare la visione della letteratura sul tema riguardante l'impatto delle differenze culturali sulla performance di tipo contabile delle società coinvolte e magari riuscire ad ottenere delle evidenze che possano risultare utili, anche a livello pratico, per massimizzare le possibilità di successo di un'operazione M&A.

In conclusione, al termine del presente lavoro, è possibile affermare che, nonostante in questo lavoro sia stata raggiunta un'evidenza significativa, il dibattito sull'efficacia delle operazioni di acquisizione come strumento di crescita aziendale e, più nello specifico, la discussione riguardante il fattore del diverso retaggio culturale come possibile discriminante per il successo dell'operazione straordinaria, rimane tutt'ora un argomento aperto che necessita di ulteriori ricerche a riguardo.

È quindi possibile affermare che, per poter ottenere un miglioramento, a livello operativo, della probabilità di successo di un'operazione di tipo M&A, sono necessarie ancora molte

ricerche in tal senso, poiché il fattore delle differenze culturali, qui preso in esame, non è l'unico aspetto di natura non contabile che potrebbe influenzare queste complicate operazioni, le quali devono essere ancora indagate sotto molti punti di vista.

Bibliografia

G. K. Stahl, A. Voigt, 2008. *Do cultural differences matter in Mergers and Acquisition? A tentative model and meta-analytic examination.* *Organization Science.*

King, D. R., D. R. Dalton, C. M. Daily, J. G. Covin. 2004. *Meta- analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators.* *Strategic Management J.* 25 187–200.

Hapieslagh, P. and D. Jemison (1991). *Managing Acquisitions,* Free Press, New York.

Cartwright, S., R. Schoenberg. 2006. *Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities.* *Brit. J. Management* 17S1–S5.

Conn, C., A. Cosh, P. Guest and A. Hughes (2001). 'Long Run Share Performance of UK firms engaging in cross border acquisitions', *University of Cambridge, Centre for Business Related Research Working Paper No. 214.*

Sudarsanam, S. and A. A. Mahate (2006). 'Are friendly acquisitions too bad for shareholders and managers? Long term value creation and top management turnover in hostile and friendly acquirers', *British Journal of Management*, 17.

Seth, A. (1990). 'Value creation in acquisitions: A re-examination of performance issues', *Strategic Management Journal*, 11, pp. 99-116.

Capron, L., and N. Pistre (2002). 'When Do Acquirers Earn Abnormal Returns?' *Strategic Management Journal*, 23, pp. 781-794.

Ahuja, G., and R. Katila (2001). 'Technological Acquisitions and the Innovation Performance of Acquiring Firms: A Longitudinal Study'. *Strategic Management Journal*, 22, pp. 197- 220.

Hayward, M. (2002). 'When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990-1995', *Strategic Management Journal*, 23, pp. 21-39.

Haleblian, J. and S. Finkelstein (1999). 'The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance', *Administrative Science Quarterly*, 44, pp. 29-56.

Cartwright, S. (2005). 'Mergers and acquisitions: An update and appraisal', in G.P. Hodgkinson and J.K. Ford (eds.). *International Review of Industrial and Organizational Psychology*, 20, 1-38, John Wiley, Chichester.

Gertsen, M. C. and A. M. Soderberg (1998). 'Foreign acquisitions in Denmark: Cultural and communicative dimensions', in M. C. Gertsen, A. M. Soderberg and J. E. Torps (eds.), *Cultural Dimensions of International Mergers and Acquisitions*, De Gruyter, Berlin.

Schoenberg, R. (2000). The Influence of Cultural Compatibility Within Cross-Border Acquisitions: A Review, *Advances in Mergers and Acquisitions*, 1, pp. 43-59.

Bartels, J., R. Douwes, M. de Jong, and A. Pruyn (2006). 'Organizational identification during a merger: Determinants of employees' expected identification with the new organization', *British Journal of Management*, 17.

Van Dick, R., J. Ullrich and P. A. Tislington (2006). 'Working under a black cloud: How to sustain organizational identification after a merger', *British Journal of Management*, 17.

Haslam, S. A. and N. Ellemers (2005). 'Social identity in industrial and organizational psychology: Concepts, controversies and contributions', in G. P. Hodgkinson and J. K. Ford (eds.), *International Review of Industrial and Organizational Psychology*, 20, pp. 39- 118, John Wiley and Sons, Chichester.

Tajfel, H. and J. C. Turner (1979). 'An integrative theory of intergroup conflict'. In W. G. Austin and S. Worchel (eds.), *The Social Psychology of Intergroup Relations*, Brooks/Cole, Monterey CA.

Kavanagh, M. and N. Ashkansay (2006). 'The impact of leadership and change management strategy on organizational culture and individual acceptance of change during a merger', *British Journal of Management*, 17.

Cooke, F. L. (2006). 'Acquisitions of state-owned enterprises by MNCs: Driving forces, barriers and implications for HRM', *British Journal of Management*, 17.

Kitching, J. (1974). 'Winning and Losing with European Acquisitions', *Harvard Business Review*, 52, pp. 124-136.

Agrawal, A. and J. Jaffe (2000). 'The post-merger performance puzzle', *Advances in Mergers and Acquisitions*, 1, pp. 119-156.

Gregory, A. (1997). 'An Examination of the Long Run Performance of UK Acquiring Firms', *Journal of Business Finance & Accounting*, 24, pp. 971-1002.

Seth, A., K. Song and R. Pettit (2000). 'Synergy, materialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of US firms', *Journal of International Business Studies*, 31, pp. 387-405.

Stahl, G. and A. Voight (2004). "Meta-analyses of the performance implications of cultural differences in mergers and acquisitions". *Best Paper Proceedings of the Annual Meeting of the Academy of Management, New Orleans*, pp. 11-15.

Morosini, P., S. Shane, H. Singh. 1998. *National cultural distance and cross-border acquisition performance. J. Internat. Bus. Stud.* 29 137–158.

Cartwright, S., C. L. Cooper. 1996. *Managing Mergers, Acquisitions, and Strategic Alliances: Integrating People and Cultures*, 2nd ed. Butterworth & Heinemann, Oxford, UK.

Datta, D. K. 1991. *Organizational fit and acquisition performance: Effects of post-acquisition integration. Strategic Management J.* 12 281–297.

Larsson, R., M. Lubatkin. 2001. *Achieving acculturation in mergers and acquisitions: An international case study.* *Human Relations* 54 1573–1607.

Datta, D. K., G. Puia. 1995. *Cross-border acquisitions: An examination of the influence of relatedness and cultural fit on shareholder value creation in U.S. acquiring firms.* *Management Internat. Rev.* 35 337–359.

David, K., H. Singh. 1994. *Sources of acquisition cultural risk.* G. Krogh, A. Sinatra, H. Singh, eds. *The Management of Corporate Acquisitions.* Macmillan, Houndmills, Basingstoke, Hampshire, UK, 251–292.

Darr, E. D., T. R. Kurtzberg. 2000. *An investigation of partner similarity dimension son knowledge transfer.* *Organ. Behav. Human Decision Processes* 82 28–44.

Lewicki, R. J., B. B. Bunker. 1995. *Trust in relationships: A model of development and decline.* B. B. Bunker, J. Z. Rubin, eds. *Conflict, Cooperation, and Justice.* Jossey-Bass, San Francisco, CA, 133–173.

Vermeulen, F., H. Barkema. 2001. *Learning through acquisitions.* *Acad. Management J.* 44 457–476.

Larsson, R., S. Finkelstein. 1999. *Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization.* *Organ. Sci.* 10 1–27.

Olie, R., E. Verwaal. 2004. *The effects of cultural distance and host country experience on the performance of cross-border acquisitions.* Paper presented at the Acad. Management Conf., New Orleans, LA, August 6–11.

Barkema, H. G., F. Vermeulen. 1998. *International expansion through startup acquisition: A learning perspective.* *Acad. Management J.* 41 7–27.

Björkman, I., G. K. Stahl, E. Vaara. 2007. *Cultural differences and capability transfer in acquisitions: The mediating roles of capability complementarity, absorptive capacity, and social integration.* *J. Internat. Bus. Stud.* Pub ahead of print May 17, 2007.

Slangen, A. H. L. 2006. National cultural distance and initial foreign acquisition performance: The moderating effect of integration. J. WorldBus.41161–170.

Chatterjee, S., M. H. Lubatkin, D. M. Schweiger, Y. Weber. 1992. Cultural differences and shareholder value in related mergers: Linking equity and human capital. Strategic Management J. 13 319–334.

Barney, J. 1988. Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: Reconsidering the relatedness hypothesis. Strategic Management J. 9 71–78.

Harrison, J. S., M. A. Hitt, R. E. Hoskisson, R. D. Ireland. 1991. Synergie sand post-acquisition performance: Difference versus similarities in resource allocations. J. Management 17173–190.

Byrne, D. 1971. The Attraction Paradigm. Academic Press, New York.

Weber, Y. 1996. Corporate cultural fit and performance in mergers and acquisitions. Human Relations 49 1181–1202.