Politecnico di Torino

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale
A.a. 2020/2021
Sessione di Laurea Dicembre 2021

Sinergie, strategie di crescita, creazione del valore e misurazione delle performance aziendali. Una disamina di alcuni casi di (in)successo delle M&As

Relatore:

Riccardo Calcagno

Candidato:

Arianna Gargano

Matricola: 278521

ABSTRACT:

In questo documento verranno analizzate le operazioni di M&A, nel tempo, partendo da una disamina e sistematizzazione organica della review della letteratura accademica sulle operazioni di M&A negli ultimi anni.

In particolare, il *focus* del presente elaborato, si concentrerà *nella prima parte del contributo*, sui fattori critici di successo emergenti dalla letteratura nelle realizzate ed implementate operazioni di fusione e acquisizione, in ordine:

- *(i) alle motivazioni che spingono le imprese a compiere tali azioni;*

- *(ii) a quali sono gli effetti economici e finanziari generati prima e dopo il progetto di fusione.*

Nella seconda parte del presente contributo, verranno passate in disamina alcuni casi di *(in)successo* negli ultimi anni verificandone la coerenza fra le sinergie annunciate prima di una fusione-acquisizione - in termini non solo del loro valore ma anche la loro eventuale implementazione - con quelle poi effettivamente realizzate dopo che l'operazione si è conclusa, a distanza di almeno due anni.

Keywords: *sinergie, valore, motivi, misurazione, misure, coerenza, performance, effetto annuncio, metodologia*

Non importa quanto stretto sia il passaggio,
Quanto piena di castighi la vita,
Io sono il padrone del mio destino:
Io sono il capitano della mia anima.

INDICE

Introduzione

1 Fusioni e Acquisizioni: Un'analisi della letteratura ……..1
1.1 Introduzione al concetto di M&A ……1
1.2 Motivazioni alla base delle M&As ...……..3
1.3 Fattori critici di successo ……...11
1.3.1 Fattori critici di successo prima della M&A ..……..11
1.3.2 Fattori critici di successo dopo la M&A ……..17
1.4 Performance post M&A …….. 27
1.4.1 Miglioramenti significativi della performance ……29
1.4.2 Nessun cambiamento significativo ……..32
1.4.3 Peggioramento significativo delle performance ……..33
1.5 Variabili impattanti sulla performance ……35
1.5.1 Metodo di pagamento ……..35
1.5.2 Dimensione …… 38
1.5.3 Aziende correlate e non ……39
1.5.4 Ostile Vs Amichevole ……40
1.5.5 Leverage ……..40
2 Caso di mercato: EssilorLuxottica S.A ……..43
2.1 Introduzione ……43
2.2 Company description ……..44
2.3 Mission e vision ……...45
2.4 Vantaggi previsionali emergenti dall'operazione di fusione del case study 47
2.5 "Effetti annuncio" sui media ……54
2.6 Le reazioni finanziarie del mercato all'annuncio ……56
2.7 L'avvio dell'operazione di fusione ……..56
2.8 Risultanze operative e di governance successive all'operazione di fusione 59
2.8.1 Analisi qualitativa ……...59
2.8.2 Analisi finanziaria ……...72
2.9 Conclusione ……..88
3 Caso di mercato: Microsoft-Nokia ……..92
3.1 Introduzione ……92
3.2 Società acquirente: Microsoft ……...93

3.3 Società target: Nokia ……94
3.4 Cronologia dell'unione tra Microsoft Corporation e Nokia …….94
3.5 L'obiettivo strategico, le motivazioni dell'acquisizione e i vantaggi previsionali ……...96
3.6 Opinioni di analisti sull'operazione di acquisizione ……...98
3.7 Le reazioni finanziarie del mercato all'annuncio ……99
3.8 Risultanze finanziarie successive all'operazione di acquisizione ……..101
3.9 Motivi di fallimento dell'operazione di acquisizione ……...111
3.10 Conclusione ……114
Conclusioni ……...117
Bibliografia ……...120
Sitografia ……..125

Introduzione

Il presente elaborato ha lo scopo di analizzare le operazioni di M&A nel tempo per comprendere le motivazioni che si celano dietro tali operazioni, i loro fattori critici di (in)successo e per capire se l'impatto economico-finanziario generato sia positivo o meno per le imprese.

Al fine di raggiungere tale scopo, verranno analizzati nel primo capitolo i principali studi e teorie emergenti dalla letteratura, per poi successivamente entrare nel dettaglio attraverso l'analisi di due casi di mercato: l'operazione di fusione EssilorLuxottica e di acquisizione Microsoft-Nokia.

L'obiettivo della disamina di questi casi è di mostrare concretamente la complessità che si può celare dietro tali operazioni, gli eventuali benefici che l'operazione può generare nelle imprese coinvolte, ma soprattutto, il fine principale è quello di mettere in luce l'(in)coerenza tra gli obiettivi, i piani e le sinergie annunciate prima dell'operazione di M&A con quanto poi si verifica effettivamente.

Inoltre, sulla base dell'analisi di questi due esempi di M&A, si verificherà se i risultati ottenuti trovino un riscontro con la letteratura scientifica esaminata.

1. Fusioni e Acquisizioni: Un'analisi della letteratura

1.1 Introduzione al concetto di M&A

Gli operatori economici hanno individuato nel trinomio *crescita-diversificazione-investimento in risorse umane* l'imperativo strategico per competere nell'attuale sistema di mercato. Tuttavia, sono poche le imprese che hanno a disposizione una quantità sufficiente di risorse finanziarie e manageriali da impiegare in una crescita per linee interne. L'alternativa più valida e praticabile alla crescita per linee interne è quella per linee esterne.

La letteratura identifica le M&As come una delle strategie principali nei processi di crescita per via esterna. Tali operazioni sono processi mediante i quali un'impresa acquisendo un'altra azienda già avviata, riesce ad ottenere le competenze e le risorse necessarie per implementare una determinata strategia. Le fusioni e acquisizioni forniscono opportunità uniche per l'acquirente di crescere rapidamente, di accedere a nuovi mercati e di acquisire nuove capacità, che potrebbe altrimenti trovare più complicato e più costoso anche in termini di tempo, sviluppare da sola (Haspeslagh e Jemison, 1991; Hitt et al., 2001).

Grazie a processi di fusioni e acquisizioni, diverse realtà sono diventate leader globali nei rispettivi settori, consentendo loro di diversificare il portafoglio prodotti, entrare in nuovi mercati, acquisire nuovi brand, rafforzare il know-how tecnologico e le catene distributive; tra queste, per citarne alcune, troviamo Luxottica, Campari, Amplifon, Granarolo.

Seppure dal punto di vista strategico le operazioni di fusione e acquisizione possono essere accomunate, esse presentano delle differenze legate innanzitutto alla presenza o meno di un'indipendenza giuridica.

L’acquisizione è un processo attraverso cui il bidder (acquirente) entra in possesso in tutto o in parte del capitale sociale di un’altra impresa, detta target, mantenendo la sua indipendenza giuridica in seguito all’operazione; in altre parole, è l'acquisto di azioni o beni su un'altra società per ottenere un'influenza manageriale. In questo caso quindi, non vi è la costituzione di una nuova società (Horwitz et al. 2002).

Nel processo di fusione invece, due o più società uniscono le proprie forze, risorse e competenze, al fine di formare un nuovo ente giuridico: le aziende che partecipano alla fusione smettono di esistere e confluiscono i loro patrimoni nella nuova società. A fusione completata, la proprietà di questo nuovo ente è condivisa dagli originari azionisti delle due aziende coinvolte in tale operazione.

In altri termini, l’acquisizione consiste nell’acquistare azioni o asset da parte di un’impresa, per avere un’influenza gestionale su di un’altra, che non è detto sia favorevole all’operazione; invece, attraverso l’operazione di fusione, due o più imprese si fondono nella costituzione di una nuova società o nella creazione di una holding company.

Ciò che invece accomuna le operazioni di merger e acquisition, sono in genere le motivazioni di base che spingono le società a compiere tali azioni. In particolare, vi è la convinzione di poter creare sinergie che portino le due imprese a creare maggior valore se unite, piuttosto che separate.

Le M&As sono dunque una forma di cooperazione essenziale per ottenere benefici e vantaggi competitivi, e per il conseguimento di determinati obiettivi, quali l’accesso a nuove tecnologie o nuovi segmenti di mercato, risparmi sui costi, ricerca congiunta, acquisizioni di asset e competenze, condivisione e distribuzione del rischio per attività che sono oltre gli scopi o le capacità di una singola organizzazione.

1.2 Motivazioni alla base delle M&As

Il mercato delle M&As è da un certo punto di vista contraddittorio in quanto, da un lato, gli investitori e i manager hanno evidenze sull'alto tasso di fallimento di tali operazioni a causa delle stime eccessivamente ottimistiche da parte degli analisti; dall'altro esse sono sempre considerate con estremo interesse dalle imprese in quanto opportunità di perseguire una crescita esterna rapida.

La seguente sezione ha lo scopo di comprendere le ragioni principali per cui sono intraprese le M&As. Esiste una voluminosa letteratura basata su studi teorici ed empirici che analizza le motivazioni alla base di tali operazioni.

La teoria economica ha fornito molte ragioni plausibili per cui potrebbero verificarsi le fusioni e acquisizioni. È opportuno sottolineare che risulta difficile dalla letteratura avere un quadro chiaro delle motivazioni alla base delle M&A perché spesso coesistono motivazioni diverse che possono portare da un lato ad un aumento di valore e dall'altro ad una diminuzione di valore. A supportare quanto detto c'è lo studio di Nguyen, Yung e Sun che nell'articolo "Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US" hanno esaminato un campione di 3.520 fusioni e acquisizioni statunitensi nel ventennio tra il 1984 e il 2004. Da questa analisi si evince che le fusioni con un solo motivo sono meno comuni. Infatti, delle 3.520 fusioni esaminate, il 78% è legato ad almeno due motivi contemporaneamente.

È opportuno evidenziare che vari studiosi, in base al periodo storico in cui hanno analizzato le operazioni di M&A, alle metodologie con cui sono state esaminate, ai campioni di imprese selezionate e ad altri fattori esogeni, hanno individuato diversi motivi che hanno ritenuto principali.

Ad esempio, negli anni '60 e '70 la diversificazione e la creazione di conglomerati erano ragioni comuni per la fusione o l'acquisizione di altre imprese (Rumelt et al., 1994; Weston e Weaver, 2001). Grinblatt e Titman (2002) invece, caratterizzano gli anni '60 e '70 come un periodo in cui le acquisizioni sono principalmente motivate da sinergie

finanziarie, tasse e incentivi; gli anni '90 sono identificati come un periodo in cui prevalgono le acquisizioni strategiche motivate da sinergie operative. Nell' era della globalizzazione economica, le fusioni e acquisizioni hanno una portata più internazionale, coinvolgendo aziende di più di un paese; il loro obiettivo è anche quello di riunire le aziende all'interno del settore (Hitt et al., 2001). L'aumento delle fusioni e acquisizioni nel 2005 è invece stato guidato da fattori microeconomici (aziendali), istituzionali e macroeconomici, di cui l'elemento più importante è stata la continua crescita economica. Le condizioni favorevoli nei mercati finanziari e azionari hanno stimolato la crescita delle fusioni e acquisizioni domestiche e transfrontaliere. A livello microeconomico, un'ondata di flussi finanziari verso gli istituti di investimento collettivo, come i fondi di private equity, ha predisposto a massicci investimenti transfrontalieri da parte di questi fondi.

Le acquisizioni sono processi che portano le aziende a ottenere l'accesso a risorse critiche, ad aumentare il loro potere relativo, a ottenere un potere di mercato sufficiente per neutralizzare le mosse di un concorrente e a colmare una carenza di competenze o risorse. Sulla base di quanto detto per identificare le determinanti di fusioni e acquisizioni possono essere utilizzate diverse prospettive teoriche:

- La TCE spiega perché un'organizzazione potrebbe scegliere di acquisire un'altra azienda. L'economia dei costi di transazione (TCE) si focalizza su come un'impresa dovrebbe organizzare le proprie attività in modo tale da ridurre al minimo i costi di produzione e di transazione. La scelta di acquisire un'altra impresa, però, si basa anche su altri criteri che vanno oltre l'analisi dei costi;
- La dipendenza dalle risorse è una teoria radicata in una struttura di sistema aperto, secondo cui le organizzazioni devono impegnarsi in scambi con il loro ambiente esterno, con unità e organizzazioni esterne per ottenere risorse (Scott, 1987). Per gestire con successo questo scambio, i teorici della dipendenza dalle risorse sostengono che le imprese devono acquisire il controllo sulle risorse critiche, in quanto fattore critico di successo, internalizzarle nel tentativo di ridurre la dipendenza da altre organizzazioni e aumentando in questo modo il

proprio potere rispetto ad altre organizzazioni nel suo ambiente rilevante (Thorelli, 1986; Pfeffer & Salancik, 1978);

- La conoscenza o know-how, è una delle risorse più importanti per ottenere un vantaggio competitivo. Seguendo la teoria basata sulla conoscenza, le aziende possono acquisire altre imprese per capitalizzare le opportunità di apprendimento organizzativo (Hamel, 1991; Kogut, 1988; Mowery, Oxley e Silverman, 1996). L'acquisizione è usata dalle imprese come mezzo per acquisire competenze tecniche o capacità tecnologiche;
- Applicando la teoria istituzionale alle fusioni e acquisizioni, è possibile sottolineare come le pressioni istituzionali spingano le imprese ad acquisire altre imprese allo scopo di essere in accordo con le norme prevalenti nei loro ambienti di business (Oliver, 1990; Scott & Meyer, 1983; Zucker, 1977);
- Vi è la teoria del monopolio, secondo cui le fusioni e acquisizioni sono pianificate ed eseguite per aumentare il potere di mercato, consentendo alle aziende di sovvenzionare i prodotti, limitando la concorrenza in più di un mercato e scoraggiando potenziali competitors dai mercati.
- La teoria dell'agenzia suppone che le fusioni e acquisizioni sono principalmente motivate dall'interesse personale della direzione dell'acquirente, e sono pianificate ed eseguite da manager che massimizzano così la propria utilità anziché il valore per gli azionisti;
- Secondo la teoria del disturbo, le ondate di fusioni e acquisizioni sono causate da shock economici: le perturbazioni economiche modificano le aspettative individuali e aumentano il livello generale di incertezza;
- Fondamentale è la teoria dell'efficienza, secondo cui le fusioni sono pianificate ed eseguite per realizzare sinergie. Tramite fusione o acquisizione è possibile ridurre i costi di produzione di trasporto e transazione, incrementare l'output, migliorare la qualità dei prodotti, ottenere nuove tecnologie, fornire e promuovere prodotti completamente nuovi; questi risultati possono derivare da economie di scala, economie di scopo, economie di consumo, da una migliore

allocazione delle risorse accedendo ad una tecnologia di produzione meno costosa e ad una migliore configurazione degli assets, da un miglior uso dell'informazione, una miglior focalizzazione sulle core skills dell'impresa, da un miglior uso del brand, nonché dalla riduzione dei costi di trasporto e di transazione.

Le operazioni di M&A sono spinte dalla volontà di creare valore per l'impresa, poiché attraverso la combinazione di più aziende si potrà ottenere un valore maggiore rispetto al caso in cui rimanessero separate, sfruttando le sinergie che si vengono a creare. I responsabili delle fusioni, infatti, citano spesso argomenti di sinergia per giustificare le loro azioni (Friedman e Gibson, 1988; Maremont e Mitchell, 1988; Portiere, 1987). La presenza anticipata di benefici sinergici consente in questo modo alle organizzazioni di sostenere le spese del processo di acquisizione, e di potersi comunque permettere di dare agli azionisti un premio per le loro azioni (Hittet al. 2001). Brigham ed Ehrhardt (2002, p. 970) affermano che "la motivazione principale per la maggior parte delle fusioni è aumentare il valore dell'impresa combinata".

Diversi studi empirici supportano l'importanza della sinergia come motivo di fusione. Si possono distinguere diverse tipologie di sinergie:

- le sinergie finanziarie si traducono in una diminuzione del costo del capitale o maggiore disponibilità di credito. Questi effetti possono derivare sia da economie di scala finanziarie che dalla diversificazione dei flussi di cassa, modo per diversificare e ridurre il rischio di un'impresa; ma anche da vantaggi fiscali, derivanti dall'aumento di ammortamenti o dall'utilizzo delle perdite per ridurre l'imposizione fiscale, dalla possibilità di poter contrarre più debiti, essendo la società più grande, e dall'incremento della capacità di investimento, che si verifica principalmente quando vi è la combinazione di un'azienda con liquidità in eccesso con una promotrice di progetti ad alto rendimento;

- le sinergie operative si traducono in un aumento dei flussi di cassa e si ottengono attraverso il miglioramento delle attività operative, mediante economie di scale, di scopo e di integrazione. Tali sinergie possono diminuire il costo delle unità di business coinvolte, ridurre i costi logistici di produzione e distribuzione, o consentire all'azienda di offrire un'offerta unica di prodotti e servizi. Questi vantaggi devono essere soppesati rispetto al costo dell'aggregazione o del trasferimento di beni.

  Tali sinergie sono considerate importanti fonti di valore, in quanto comportano una notevole riduzione dei costi operativi;
- le sinergie manageriali si realizzano quando i manager dell'offerente possiedono capacità organizzative, di coordinamento e di controllo superiori e che avvantaggiano le prestazioni dell'impresa target, la quale viene gestita in modo più efficiente rispetto a quando era un'azienda autonoma.

Come accennato precedentemente, le operazioni di M&A sono eseguite spesso nel caso in cui si voglia ridefinire il business di un'azienda in modo strategico. Questa è una strategia che viene intrapresa dalle aziende quando le loro capacità e risorse diventano improvvisamente obsolete per diversi motivi, come la presenza di una discontinuità tecnologica. In tali casi, un'azienda non ha i mezzi per aggiornare rapidamente la propria tecnologia e assorbire le nuove competenze effettuando investimenti interni. Questo è quanto avviene nel caso Microsoft-Nokia, esaminato nella seconda parte dell'elaborato.

Le operazioni di M&A, infatti, trovano spesso motivazione nel fatto che le imprese acquirenti, o non hanno le capacità di sviluppare internamente le risorse knowledge-based oppure, alternativamente, andrebbero incontro ad uno sviluppo interno troppo lungo o costoso (Ranft e Lord 2000). Tali operazioni, inoltre, sono tra le principali azioni messe in atto dalle imprese a livello internazionale al fine di raggiungere i propri obiettivi, quali l'aumento del vantaggio competitivo, delle quote di mercato,

l'ottenimento di skills e risorse più velocemente rispetto al caso di produzione interna. Come afferma John Chambers, presidente e CEO di Cisco, "Se non si hanno le risorse per sviluppare un componente o un prodotto entro sei mesi, è necessario acquistare ciò di cui si ha bisogno o perdere l'opportunità". Alex Mandl, Presidente e CEO di Teligent dichiara: "Il fatto è che acquisire è molto più veloce che costruire. E la velocità - velocità nel mercato, velocità nel posizionamento, velocità nel diventare un'azienda redditizia - è assolutamente essenziale nella nuova economia".

La rapidità può considerarsi un fattore determinante nella scelta di compiere M&As. Grazie a queste operazioni, infatti, le aziende possono avere facilmente accesso a nuovi canali distributivi, i quali possono consentire di contrastare le barriere all'ingresso in alcuni settori di mercato, e ad ottenere quote di mercato in tempi decisamente più brevi rispetto a un'operazione condotta internamente all'impresa stessa.

Più schematicamente, tra le principali motivazioni riscontrate nella pratica legate a tali operazioni troviamo: creazione di sinergie grazie ad economie di scala, di integrazione verticale, di esperienza, di scopo, crescita dimensionale, espansione della quota di mercato, combinazione di risorse complementari che combinate possono generare più valore all'impresa che prese singolarmente, contenimento della concorrenza, guadagni fiscali, incremento di liquidità, eliminazione delle inefficienze, razionalizzazione della struttura del gruppo e diversificazione del business; quest'ultimo porta a una riduzione del rischio abbassando così la volatilità degli utili di un'impresa, consentendo all'azienda di ottenere prestazioni più stabili, e a sua volta consentendo di entrare in settori più redditizi di quello in cui opera in quel momento l'organizzazione acquirente. A questi motivi si aggiungono la diminuzione del costo dei finanziamenti e il "brand extension", ovvero la possibilità di espandere il marchio in mercati esteri grazie a società che già vi operano.

Questi principali motivi riscontrati nella pratica possono essere raggruppati in motivazioni strategiche, economiche, fiscali, finanziarie e personali:

- Si hanno le motivazioni strategiche nel caso in cui l'obiettivo dell'impresa sia il miglioramento del posizionamento competitivo nel proprio segmento di mercato e l'ottenimento di un vantaggio competitivo che sia durevole e sostenibile nel lungo periodo e dunque massimizzare il valore creato per l'utente finale dei prodotti o servizi. Infatti, fra le motivazioni strategiche trainanti che portano ad intraprendere un processo di M&A troviamo anche la creazione di un vantaggio competitivo e la crescita dell'azienda per migliorare la loro sopravvivenza del lungo termine (Donaldson e Lorsch 1983). In questo ambito, le principali sinergie create possono trarre origine dall'aumento della quota di mercato, dal miglioramento del posizionamento competitivo, dall'innalzamento di barriere all'ingresso, dall'acquisizione di un fornitore o di un cliente chiave, dal miglioramento del proprio brand e della propria reputazione e dall'ingresso in nuovi segmenti di mercato; come dice Mackey McDonald, presidente di VF Corporation: "Un'acquisizione diventa interessante se ci offre un nuovo segmento di consumatori o mercato geografico a cui vendere i nostri prodotti o se aggiunge nuovi prodotti a una delle nostre categorie principali."
- Si individuano le motivazioni economiche nel caso in cui si vogliano ridurre i costi, aumentare i profitti, ripartire i rischi, migliorare la performance degli utili e/o ottenere un rating più soddisfacente ed incrementare il free cash flow disponibile da investire. L'efficienza produttiva che porta a risparmiare sui costi è possibile sfruttando le economie di apprendimento, economie di scala ed economie di scopo, sfruttando la complementarità delle risorse, delle conoscenze, delle competenze e del know-how delle imprese partecipanti a un'operazione di M&A.
- Le motivazioni fiscali sono alla base di chi desidera ridurre l'imposizione fiscale e ottenere tutti i benefici di tipo fiscale che un'operazione di M&A può apportare. Come, per esempio, la possibilità di sfruttare le perdite pregresse di quella che era la società incorporata, per ridurre l'onere tributario della società incorporante. È importante inoltre sottolineare come possedere liquidità in

eccesso, oltre a fornire motivazioni di carattere finanziario per le operazioni di M&A, può consentire all'acquirente di ridurre la base imponibile, alleggerendo in questo modo il proprio carico fiscale.

- Come detto precedentemente la liquidità in eccesso proveniente dalle operazioni di fusioni e acquisizioni sono motivazioni di carattere finanziario. Queste consentono la possibilità di realizzare investimenti futuri che prima non erano alla portata del buyer, rappresentando la migliore opportunità di liquidazione del proprio investimento per i proprietari dell'impresa target. L'apporto dell'ulteriore capitale di rischio, da parte di nuovi azionisti, rappresenta un'ulteriore fonte di creazione di valore.
- Le fusioni possono anche verificarsi perché i manager vedono un vantaggio personale. Questi motivi personali includono l'aumento del prestigio o della remunerazione attraverso l'aumento delle vendite, della redditività e la crescita dell'azienda. Tali motivi personali possono avere un impatto negativo sulle operazioni di M&A, portando ai cosiddetti problemi di agenzia, che vengono a crearsi allorquando nasce un conflitto d'interesse tra l'agente (che corrisponde al manager) ed il principale (partner-shareholder). Questi problemi sorgono quando i manager usufruiscono di privilegi a spese degli azionisti, quando i manager per motivi personali, perseguono una crescita eccessiva o diversificano per ridurre il rischio al capitale umano manageriale, o evitano attività che possono ridurre i flussi di cassa discrezionali.

Altri motivi dietro le M&As, che possono ridurre il loro valore, sono l'arroganza e il market timing. Secondo Roll (1986), Berkovitch e Narayanan (1993) e Barnes (1998), molti manager aziendali sono infettati dall'arroganza e pagano troppo per le aziende target. I manager affetti da hybris si impegnano in acquisizioni anche in assenza di sinergia. Il market timing è un altro motivo alla base delle fusioni e acquisizioni, che porta ad una diminuzione del valore; per market timing si intende

il tentativo di individuare il miglior momento possibile per vendere o comprare un asset. Secondo Shleifer e Vishny, le acquisizioni sono fondamentalmente guidate dal mercato azionario. Ma come dice l'analista Chris Menon: "Anticipare i movimenti di mercato è difficilissimo e poi nel tentativo di evitare i giorni peggiori si perdono quasi sempre anche quelli migliori".

Per concludere, da quanto descritto, si evince che gli autori, sulla base delle prove emerse sia nella pratica che nella ricerca, concordano sull'idea che le fusioni e acquisizioni siano guidate da molti motivi complessi, che possono variare da un caso all'altro, e che non possono essere pienamente giustificati da una singola teoria/approccio.

1.3 Fattori critici di successo

In molti casi l'attenzione rivolta ai problemi organizzativi e alle risorse umane è poca, perché l'accento è posto maggiormente sulla conclusione dell'operazione di M&A. Ciò contribuisce a un elevato livello di fallimento in termini di raggiungimento delle sinergie previste. McKinsey e Company Study (McKinsey, 2010) mostra che questo livello di fallimento raggiunge il 66-75%.

Molti studiosi hanno quindi cercato di identificare i fattori critici di successo delle M&As; la letteratura ne identifica un gran numero che coprono diverse fasi del processo di M&A. Per fattori critici di successo si intende "l'insieme di circostanze, fatti o influenze che contribuiscono ai risultati del progetto" (Lim e Mohamed, 1999, p.243). È importante analizzare ed individuare i fattori critici di successo, sia nella fase che precede sia quella che segue l'operazione di M&A. Infatti, riportando la distinzione fatta da DiGeorgio (2002, 2003), affinché le operazioni di fusione e acquisizione

vadano a buon fine, è fondamentale avere successo sia nella prima fase di front-end che nella seconda di integrazione vera e propria.

1.3.1 Fattori critici di successo prima della M&A

Tra i fattori critici di successo che emergono in maggior misura dalla letteratura, troviamo in primis la scelta e la valutazione del partner strategico. Dietro la scelta del giusto target, bisogna porre attenzione su diversi elementi, come le caratteristiche e la struttura della leadership, l'eventuale investimento futuro richiesto, la presenza di risorse adeguate, di capacità di apprendimento e comprensione, il clima facilitante all'interno del team di stakeholder. Inoltre, fondamentale per la scelta è l'analisi dei punti di forza e di debolezza (Angwin, 2001; Kitching, 1967; Leighton & Tod, 1969; Schweiger, Csiszar, & Napier, 1993), la qualità del team di gestione dell'azienda target e la presenza di eventuali barriere di implementazione, comprese le differenze culturali, di struttura organizzativa, comprese le loro implicazioni sulle risorse umane. Le aziende che si adattano strategicamente e organizzativamente hanno maggiore probabilità di successo di quelle che si adattano meno bene in questi termini.

Fattore critico è anche la struttura dell'accordo. Un'operazione di M&A di successo deve porre grande attenzione su due aspetti della struttura dell'operazione: premio di prezzo e tipo di finanziamento. Dalla letteratura è emerso più volte che il "pagare troppo" un'azienda è una delle principali cause di fallimento. Come affermano Goold, Campbell e Alexander (1994, p. 220) "una delle fonti più comuni e più importanti di distruzione di valore nello sviluppo aziendale è pagare troppo. Spesso l'acquirente distrugge valore pagando troppo, rendendo molto difficile ottenere un rendimento adeguato". Per quanto riguarda la scelta tra il finanziare con contanti, con azioni o con una loro combinazione, essa dipende da vari fattori, tra cui le implicazioni contabili e fiscali, ed ha una certa influenza sull'esito dell'acquisizione.

È importante, inoltre, per il successo dell'operazioni di M&A, lo sviluppo di una nuova struttura retributiva che favorisca atteggiamenti e livelli di motivazione individuali, favorendo il raggiungimento degli obiettivi della nuova organizzazione. Quanto detto è la conseguenza di quanto è emerso dagli studi di Inkpen et al. (2000), i quali hanno trovato prove che le strutture retributive, inclusi gli incentivi, possono creare uno scontro tra motivazioni individuali e obiettivi organizzativi.

Una riflessione deve anche essere effettuata sulle dimensioni organizzative delle aziende coinvolte. I risultati della ricerca sembrano indicare che la somiglianza tra le imprese in termini di dimensione organizzativa gioca un ruolo molto importante nella scelta dei partner giusti. L'evidenza empirica suggerisce che l'acquisto di aziende molto piccole rispetto all'acquirente può portare a risultati non ottimali, e l'acquisto di aziende molto grandi rispetto all'acquirente può portare anche a prestazioni inferiori (Kitching, 1967; Moeller, Schlingemann, & Stulz, 2004). I motivi possono essere che le acquisizioni troppo piccole rispetto all'acquirente potrebbero essere ignorate dopo che l'operazione va a buon fine, o possono attirare troppa attenzione agli occhi dei manager di altre parti dell'attività dell'acquirente. Le acquisizioni invece che sono molto grandi in relazione all'acquirente, potrebbero portare da un lato a maggiori economie di scala e sinergie, ma, al contempo, a significative lotte politiche interne dopo l'accordo, e quindi a maggiore difficoltà di integrazione tra l'impresa acquirente e il target. È fondamentale, quindi, che ci sia il giusto equilibrio nelle dimensioni aziendali coinvolte.

È necessario inoltre avere già una chiara visione strategica, il cui scopo è la creazione di un vantaggio competitivo nel lungo periodo, piuttosto che solo su miglioramenti a breve termine dell'efficienza operativa.

Le aziende coinvolte nella fusione devono prestare attenzione alla due diligence, per garantire che il potenziale accordo e visione strategica proposta possa avere successo e per garantire che non vi siano sorprese nel processo di integrazione. Il team di due diligence dovrebbe comprendere membri di entrambe le società, con esperti che

appartengono a diverse aree funzionali. La due diligence include attività finanziarie quali la revisione di rendiconti finanziari dell'impresa, la revisione formale di attività, le passività, i flussi di cassa, e le attività non finanziarie, come la valutazione dell'adattamento organizzativo, l'adattamento delle risorse tecnologiche e umane e la capacità di fondere le culture e le capacità, aspetto fondamentale per garantire che le diverse culture possano essere efficacemente integrate. Ciò include un esame delle filosofie aziendali, delle pratiche di lavoro, degli stili di leadership, dei costumi, delle aspettative e delle strutture.

Per sfruttare gli asset e le risorse per cui l'operazione di M&A è stata effettuata, è necessario investire in meccanismi di apprendimento che seguano tali step:

- integrare l'analisi del front-end con gli sforzi di integrazione
- acquisire le lezioni apprese dalle precedenti fusioni e acquisizioni
- rendere più facile per i nuovi team coinvolti in operazioni di fusione e acquisizione accedere alle conoscenze passate dell'azienda
- consentire ai team esistenti di parlare tra loro in tempo reale sui problemi che stanno incontrando e sulle migliori pratiche.

È emerso dalla letteratura un ulteriore elemento critico: la strategia complessiva e l'esperienza accumulata su fusioni e acquisizioni. Una notevole quantità di ricerche mostra che le aziende con una strategia complessiva ed un'esperienza di M&A hanno più successo di quelle che hanno meno esperienza o semplicemente reagiscono a un'opportunità di M&A. Il non avere una strategia complessiva coerente con la crescita, porta ad un gran numero di fallimenti delle imprese, che perdono l'opportunità di imparare dall'esperienza continua e accumulata nell'attività di acquisizione. Le aziende che seguono un approccio di apprendimento continuo all'attività di acquisizione tendono ad avere più successo perché acquisiscono capacità di esecuzione specifiche che sono fondamentali per il processo di acquisizione. Hayward (2002), analizzando 535 fusioni realizzate da 100 società domiciliate negli Stati Uniti durante un periodo

di 11 anni (1985-1995), sostiene che "l'esperienza di acquisizione è un meccanismo principale attraverso il quale le aziende raggiungono" le competenze necessarie per garantire prestazioni di acquisizione superiori (2002, P. 21). Tuttavia, come nella maggior parte degli argomenti riguardanti le operazioni di M&A, ci sono opinioni contrastanti: per alcuni, infatti, il ruolo dell'esperienza è sopravvalutato. Zollo e Singh (2004) sostengono che la precedente esperienza di acquisizione spiega prestazioni di acquisizione più elevate solo nei casi in cui le aziende coinvolte nell'attività di fusione sono meticolose nella gestione del processo di fusione e codificano esplicitamente la conoscenza derivata da ciascuna esperienza.

Ulteriore fattore critico è il periodo di corteggiamento, momento cruciale in cui le aziende possono conoscersi prima di decidere di fondersi (Colombo et al., 2007; Jemison & Sitkin, 1986; Kitching, 1967). Il "tempo di corteggiamento" può consentire alle aziende di conoscersi meglio, avere più informazioni accurate, ridurre il problema dell'asimmetria informativa e di conseguenza contribuire a creare fiducia e sicurezza superando potenziali tensioni e conflitti tra le parti negoziali e quindi facilitando il processo di negoziazione. La creazione di fiducia e sicurezza che si può venire a creare da interazioni precedenti può garantire una comunicazione efficace e facilitare la contrattazione. Può anche consentire a entrambe le parti di diventare più sensibili alle differenze culturali inter-organizzative che possono portare a percezioni errate, incomprensioni, conflitti e mancanza di fiducia. Senza corteggiamento, valutare le risorse, le competenze, le culture e le intenzioni reciproche può essere problematico.

Una certa criticità è data dalla pianificazione pre-fusione. La programmazione durante il periodo che precede l'annuncio della fusione è vitale per il successo poiché è fondamentale presentare la fusione con fiducia ai principali elettori. Jennings (1985, p.37) ritiene che "la pianificazione di una strategia di acquisizione può aiutare a evitare un'acquisizione contrassegnata da partner scarsamente assortiti e massimizzare il potenziale di successo". Nei suoi studi osserva che nei progetti di M&A di successo, il programma di M&A nella società acquirente è ben strutturato, con criteri di acquisizione completi, supportati da un'analisi completa di vari fattori/aree e

dall'identificazione e contatto proattivi dei candidati. Durante il periodo che precede l'annuncio, viene formulato il processo di integrazione, pianificata la struttura della nuova società e vengono prese le decisioni chiave nelle aree di leadership, struttura e tempistica del processo. Vengono stabiliti con chiarezza ruoli e responsabilità per coloro che sono coinvolti nel processo di integrazione. È necessario coordinare gli sforzi di comunicazione, selezionare velocemente un nuovo gruppo dirigente e stabilire linee guida per i livelli inferiori di decisioni sul personale.

Un esempio è il caso delle aziende Zimmer-Biomet, le quali hanno condotto uno sforzo notevole nel processo di integrazione già molto prima che la transazione fosse conclusa. Ciò ha permesso di mitigare lo stato di incertezza e di agitazione che solitamente un'operazione del genere provoca. Inoltre, ha permesso anche ai dipendenti di sapere in anticipo il ruolo che ognuno di essi avrebbe ricoperto all'interno della nuova organizzazione a partire dal primo giorno in cui la fusione è divenuta effettiva.

La velocità nel pianificare e nel prendere decisioni è fondamentale in quanto consente di avere immediatamente operativo il team di gestione ed avere contributi a tempo pieno da almeno un membro di spicco dell'alta dirigenza. Dovrebbero essere fissate anche le prime date per prendere decisioni chiave e stabilire metriche e obiettivi.

La comunicazione, l'apertura e il dialogo svolgono un ruolo centrale nel processo di acquisizione, sia nella fase che precede sia quella che segue l'operazione di M&A. Prima dell'acquisizione, le aziende devono impegnarsi in modo particolare per comunicare adeguatamente e per evitare l'incertezza tra i dipendenti. Un vuoto di informazioni porta all'incertezza e alla creazione di voci che possono avere effetti dannosi poiché l'incertezza può comportare la perdita di fiducia da parte delle principali parti interessate. Importante per una comunicazione efficace è comunicare in modo equo, accurato e riflessivo.

1.3.2 Fattori critici di successo dopo la M&A

Dalla letteratura emergono, nella fase successiva l'operazione di M&A, diversi fattori critici di successo. Moller e Brady (2014) hanno sottolineato come le M&As siano solo i veicoli, non la soluzione finale. Il fallimento di uno qualsiasi di tali fattori può impedire il raggiungimento degli obiettivi di fusione. Le aziende, quindi, devono prestare molta attenzione alle proprie prestazioni su questi fattori.

Tra i fattori critici di successo associati alla fase post-acquisizione, vi è in primis un piano di integrazione. Tali piani di integrazione devono occuparsi di temi particolari, come la necessità di integrare le funzioni, compiere eventuali modifiche nella retribuzione e nei benefici, gestire le relazioni con i clienti, adottare tutte le misure necessarie per la conformità finanziaria e procedurale. Dovrebbero tener conto della cultura del target, essere allineati con gli obiettivi strategici dell'operazione, procedere sistematicamente e rapidamente dopo il closing e dovrebbero essere conformi alle leggi antitrust. L'integrazione deve essere eseguita dalle aziende in modo adeguato ed efficace, in modo tale che l'obiettivo pianificato e il valore annunciato possano essere raggiunti e non siano semplicemente elusivi. Schweiger e Weber (1989) mostrano che la mancanza di integrazione è una delle ragioni principali del fallimento delle M&As, ma che allo stesso tempo, troppa integrazione può essere dannosa per il risultato poiché può portare a maggiori scontri.

Una prima opportunità per implementare la strategia di integrazione si verifica quando si prendono decisioni sulla nuova struttura organizzativa. È consigliabile che la struttura organizzativa venga progettata dalle aziende senza imitare ed essere vincolate a strutture di società precedenti, ma bensì tutte le decisioni dovrebbero essere prese con una mentalità aperta, in maniera oggettiva e neutrale. Il processo di selezione del personale delle aziende coinvolte deve essere basato sul merito, senza portare ad una lotta di potere. I dipendenti delle imprese in questione devono essere valutati con gli stessi standard.

La chiarezza della strategia della nuova società e del processo di integrazione è essenziale, così come la definizione precisa della nuova struttura organizzativa. Durante l'integrazione successiva alla fusione, devono essere prese decisioni importanti. L'integrazione di successo post fusione (PMI) può essere raggiunto solo se tutte le parti coinvolte dell'organizzazione hanno le competenze, le risorse e l'impegno per andare avanti ad un ritmo elevato, senza distruggere il valore nel processo.

Affinché l'integrazione abbia successo, Hyde e Paterson (2002) affermano che i leader devono agire in modo proattivo per gestire il processo di cambiamento, stabilendo obiettivi chiari e allineati con la strategia dell'azienda e che soddisfino le esigenze dei partecipanti.

Per raggiungere il successo dell'operazione, è fondamentale la creazione di misure che siano ben allineate con la strategia di fusione, ed è necessario creare sistemi di monitoraggio in modo tale che i leader dell'integrazione possano monitorare facilmente i progressi in tutta l'organizzazione, tenere traccia delle azioni che vengono eseguite per valutare se si è in linea con gli obiettivi e traguardi prefissati, e per misurare le eventuali sinergie. Queste misure dovrebbero essere condivise nelle varie aree funzionali dell'organizzazione, incluse nelle informazioni fornite all'integrazione, fornite ai dirigenti d'impresa per monitorare adeguatamente le prestazioni, ai dipendenti e agli investitori, in modo tale che siano coinvolti nei progressi di integrazione.

Nell'acquisizione, ad esempio, di the Quaker Oats Co. da parte di PepsiCo Inc., quest'ultima ha esposto dettagliatamente dove l'azienda si aspettava le sinergie. Era chiaro cosa gli investitori e i dipendenti potessero aspettarsi in ogni parte importante del business.

Pritchet et al. (1997) suggeriscono che un'alta percentuale di fallimenti di acquisizione non deriva dalla mancanza di pianificazione strategica o di scelta, ma da una gestione errata durante l'implementazione. Per favorire l'implementazione di successo di un

processo di acquisizione è fondamentale, per le aziende, creare un team di leadership efficiente e solido, in grado di identificare e attuare il cambiamento necessario. La mancanza di un'azione decisiva dall'alto per gestire il cambiamento durante il processo di integrazione, e il non stabilire una chiara direzione aziendale, porta inevitabilmente al fallimento. Il team dovrebbe essere equilibrato con i membri di entrambe le società. Il leader di PMI dovrebbe essere ambizioso, fiducioso e un dirigente senior completamente dedicato che sconfessa tutti i pregiudizi derivanti dall'ex azienda del leader.

Un esempio di come il piano di integrazione sia stato gestito in maniera ottimale, è quello del caso di fusione Fiat-Chrysler, in cui la dedizione di Marchionne nel guidare il gruppo funse da driver nel successo della compagnia. Egli definì in maniera chiara e decisa la direzione da intraprendere, allineò il personale, li motivò e ispirò, creò una comunità basata sul merito e sulla passione. Come disse Marchionne "non c'è nulla di peggiore per un leader di vedere la paura nelle facce delle persone"; proprio per questo egli prese da subito una serie di iniziative per dimostrare il suo interesse per la compagnia e i suoi dipendenti, investendo nel rinnovo e nella manutenzione della struttura e scegliendo come sede del suo ufficio il dipartimento di ingegneria al quarto piano della compagnia, per stare nel luogo esatto in cui le macchine venivano create. Tutto ciò per mandare un chiaro messaggio di organizzazione e di disponibilità da parte sua nei confronti dei dipendenti, cercando di tranquillizzarli mostrando la sua vicinanza, proprio per creare un clima sereno in cui poter lavorare.

La velocità di implementazione è percepita dagli studiosi come di grande importanza. È molto importante iniziare correttamente, prendendo rapidamente le decisioni chiave di attuazione del piano di integrazione. Il piano di integrazione deve procedere con coerenza e rapidità in modo da ottenere i risultati annunciati quanto prima, consentendo alle aziende di beneficiare in anticipo dei vantaggi sinergici generati. Un'azione rapida può essere ostacolata dalla paura e indecisione che le operazioni di M&A possono causare. Il procedere lentamente può generare una serie di minacce come la crescita

dell'incertezza tra clienti e dipendenti. I dipendenti, infatti, possono considerare questa lentezza come un segno di incertezza, optando di perseguire opportunità presso aziende rivali dove la situazione sembra più stabile, così come i clienti che possono essere spinti a cercare i prodotti della concorrenza se gli aspetti visibili dell'integrazione non vengono raggiunti rapidamente.

Dal punto di vista tecnico, inoltre, questo andamento lento può ostacolare l'innovazione e impedire alle aziende di ottenere le sinergie di back-office che di solito sono vitali per la strategia di fusione. Sono stati osservati da alcuni studiosi brevi ma intensi periodi di pianificazione all'inizio della fase post acquisizione, per consentire di agire da subito nella direzione giusta e generare energia, creando un senso di urgenza, sfida ed eccitazione e allo stesso tempo costringendo il team di gestione a passare all'azione ed evitare di rimanere paralizzato da sentimenti contrastanti e politiche personali. Angwin (2004) suggerisce un periodo di 90 giorni, mentre è stato osservato da Inkpen et al. (2000), che altre aziende utilizzano un piano di 100 giorni.

Ad esempio, GE Capital formula un programma di integrazione che mira al completamento entro cento giorni. D'altro canto, bisogna anche dire che un'integrazione più lenta può aiutare a ridurre i conflitti tra le parti coinvolte nel processo, come emerge dalla ricerca di Olie (1994), basata su casi di studio. Allo stesso modo, nell'analisi di Ranft e Lord (2002) emerge che un'integrazione lenta aiuta a creare fiducia tra i dipendenti dell'azienda. Possiamo dire che non esiste una velocità "giusta" con cui eseguire il processo di integrazione ma possono esserci all'interno del processo di integrazione post-acquisizione, momenti in cui la velocità di azione è più appropriata di altre. Chi gestisce il processo di integrazione deve saper fare un attento compromesso tra velocità e attenta pianificazione.

Dalla letteratura emerge un altro elemento critico: team di integrazione post-fusione e disprezzo delle attività commerciali quotidiane. Data la complessità del processo di acquisizione i manager spesso spendono la maggior parte del loro tempo focalizzandosi sui problemi che sorgono durante questo periodo di transizione, trascurando le attività

commerciali quotidiane. È fondamentale però, durante la transizione, mantenere l'attenzione sulle attività commerciali quotidiane e combinare la loro modalità di sviluppo tra crescita interna ed esterna.

Al fine di estrarre i benefici sinergici dall'entità assimilata, l'acquirente dovrebbe successivamente sviluppare il potenziale di capacità di assorbimento. Per questi motivi, alcuni autori affermano che le aziende di successo creano sempre un team di coordinamento per la fase di integrazione post acquisizione.

Un esempio è Cisco, che utilizza team di integrazione responsabili del coordinamento dell'intero processo di integrazione dell'acquisizione, il cui obiettivo è garantire che il processo di integrazione sia fluido dal punto di vista del cliente.

Così come nella fase di preacquisizione/fusione, anche nel post la comunicazione è fondamentale, in quanto è un mezzo di diffusione degli obiettivi dell'operazione e di trasmissione del messaggio di integrazione. Creare un piano di comunicazione durante le fasi di due diligence e negoziazione di una transazione, in modo che i dipendenti e le parti esterne siano informati non appena un accordo viene chiuso, è solo il primo passo di un programma di comunicazione efficace. Mantenere il processo di comunicazione in corso e renderlo ampio e profondo in tutta l'organizzazione richiede uno sforzo maggiore; richiede la creazione di forum per il dialogo e l'interazione che possono aiutare a coprire l'abisso culturale tra acquirente e acquisizione.

Già all'inizio del processo di integrazione post fusione la comunicazione da parte dell'alta Direzione deve essere significativa, costante e coerente. Deve creare fiducia sia nei dipendenti che nei clienti nella fusione e nel processo di integrazione, cercando di rispondere ad una serie di preoccupazioni delle parti interessate. È necessario quindi coinvolgere i dipendenti offrendo un quadro chiaro; questo aspetto è importante per fargli capire che contano nella nuova organizzazione. In questo modo si cerca di convincerli che la fusione sarà gestita bene e che ha senso per il futuro della loro azienda. Tutto ciò permette di ridurre le preoccupazioni su eventuali perdite di lavoro

e diffidenza nei confronti delle iniziative di cambiamento e della capacità della leadership di produrre miglioramenti.

Ci sono diversi leader che hanno sottolineato la criticità di questo aspetto, tra cui Jean-Luc Placet, Presidente e CEO di IDRH il quale affermò: "Devi delineare il piano, dire alle persone come implementerai il piano e cosa fare. È necessario condividere anche le cattive notizie." e il direttore operativo di Nissan Renault nel 2001 che dal canto suo dichiarò che ‘’Per avere successo è necessaria una comunicazione bidirezionale efficace. Questo significa ascoltare veramente cosa sta succedendo nell'organizzazione’’. Schweiger e DeNisi (1991) hanno testato l'effetto che la comunicazione ha sulle forze lavoro dimostrando che le comunicazioni stesse fanno una differenza significativa per il risultato delle prestazioni.

Si evince che uno degli elementi più importanti nella gestione del processo di acquisizione è quello di stabilizzare la forza lavoro fin dall'inizio, al fine di diminuire gli effetti di incertezza riguardanti la perdita del loro posto di lavoro, incertezza che potrebbe avere conseguenze negative per l'azienda, così come accaduto nel caso Microsoft-Nokia che viene presentato in seguito.

A causa dell'alto livello di preoccupazione per l'impatto della fusione sul loro benessere individuale, clienti e dipendenti necessitano di un livello di comunicazione molto elevato durante tutto il processo. Così come è fondamentale una gestione veloce del processo di integrazione, anche in questo caso bisogna trovare il giusto equilibrio, e fare attenzione a non cadere in un eccesso di comunicazione, in modo tale che i manager mantengano una certa ambiguità al fine di darsi una certa flessibilità e spazio di manovra per far fronte a circostanze ed eventi mutevoli inaspettati.

Un esempio in cui la comunicazione è stata poca e ha creato confusione e problemi all’interno dell’organizzazione è la fusione tra Pharmacia e Upjohn avvenuta nel 1995. La fusione generò grande disordine nell’organizzazione a causa di una scarsa comunicazione da parte del senior management, portando la nuova impresa a

focalizzarsi più sulla politica interna che sulle attività quotidiane e di conseguenza ad un crollo delle vendite e degli utili e a costi di fusione maggiori di quelli previsti. La situazione fu risollevata solo a seguito della nomina di Fred Hassan come nuovo CEO, il quale individuò la mancanza di direzione nell'azienda come problema primario.

La poca comunicazione è stata anche un grave problema per la fusione di Hewlett-Packard Co. con Compaq Computer Corp., causando attrito tra i dipendenti. L'incongruenza tra la visione annunciata per quanto riguarda la gestione del personale e quanto realizzato non fu ben accolto dai lavoratori, creando un ambiente di incertezza che ha contribuito ad un continuo declino a breve termine.

È inoltre importante che ci sia compatibilità culturale per il successo dell'acquisizione e della fusione: è indispensabile gestire in maniera adeguata le differenze culturali aziendali. È ben documentato che i problemi culturali sono una ragione significativa di fallimento nelle fusioni e acquisizioni. Ci sono ricercatori, i quali ritengono che nel caso di fusioni e acquisizioni internazionali le differenze culturali hanno effetti negativi per le prestazioni, per altri positivi. Da un lato, le differenze culturali organizzative sono state associate negativamente a varie misure contabili e performance finanziarie dell'azienda post fusione (Chatterjee et al., 1992; Datta, 1991), in quanto possono causare molti conflitti tra le aziende che si uniscono e quindi influire negativamente sulle prestazioni.

Le difficoltà causate dalle differenze culturali aziendali si evincono nell'acquisizione di Mercantile Stores Co. da parte della catena Dillard's Inc. nel 1998. Tale acquisizione fu difficile in quanto le due aziende avevano strategie di marketing diverse, difficili da integrare. Mercantile Stores Co. era noto per le sue vendite "Midnight Madness", mentre Dillard's era molto più tradizionalista.

Tale difficoltà emerge anche nella fusione DaimlerChrysler, le cui differenze nei processi decisionali e nei sistemi di retribuzione, causarono conflitti tra i membri del team management.

D'altro canto, alcuni studi più recenti, hanno sostenuto che le differenze culturali non hanno sempre un impatto negativo sulla performance. Alcuni, infatti, dimostrano che le differenze culturali possono avere anche un impatto positivo sulla performance post-acquisizione. In sostanza, anche questo topic è ancora motivo di ricerca e dibattito, non è chiaro se queste possano essere gestite in modo vantaggioso. Alcuni studi mostrano che possono essere una fonte di vantaggio competitivo, mentre altri sostengono che una differenza troppo grande potrebbe compromettere seriamente la comprensione e l'integrazione reciproche.

Un esempio di come la differenza culturale sia stata gestita in maniera adeguata, è l'acquisto di Pixar da parte di Disney per un valore di 7 miliardi di dollari. Prima dell'acquisto esisteva già una relazione tra le due imprese, le quali, insieme, avevano lavorato in maniera soddisfacente grazie alle loro competenze complementari: Pixar con competenze più sul lato creativo e tecnico, Disney con abilità più di marketing e merchandising. Nel caso in questione Disney, a seguito dell'acquisizione, si mantenne comunque separata da Pixar, mantenendo quest'ultima come un'unità indipendente per non distruggere la fedeltà dei lavoratori di Pixar e quindi rischiare una loro migrazione in altre aziende. Questo perché Pixar è sempre stata caratterizzata da una determinata cultura, creatività e modo di lavorare che sono alla base del suo valore, e che un'eventuale integrazione con Disney avrebbe annullato.

Il successo della transazione dipenderà inoltre anche dalla gestione adeguata delle risorse umane e dal mantenimento dei membri rilevanti del team di target, dei membri del team fondamentali per favorire il piano di integrazione, il raggiungimento degli obiettivi: tutto questo attraverso dei piani di fidelizzazione e di incentivazione per quegli attori chiave. La formazione dei dipendenti con un'adeguata comunicazione permette di affrontare conflitti interni e i nuovi incarichi durante il periodo di integrazione, motivando il personale e generando conoscenza. Le pratiche di gestione delle risorse umane devono essere entrambe guidate dalla meritocrazia.

La gestione dei clienti è fondamentale durante tutto il processo per mantenere la fiducia. L'azienda deve continuare a concentrarsi sui clienti per evitare che i competitors approfittino della confusione generata dalla fusione.

Tutte queste attività discusse hanno lo scopo di permettere che i dipendenti percepiscano la fusione come un mezzo per consentire loro di sviluppare l'attività piuttosto che inibire il progresso. La leadership organizzativa, le strutture, i sistemi e una comunicazione sostanziale e aperta sono necessari per incoraggiare questo atteggiamento.

Non tutti i fattori che influenzano il successo delle fusioni sono però sotto il controllo dell'azienda stessa. Ci sono fattori come la fortuna che ha impatti positivi, mentre altri, come cambiamenti drastici e inaspettati, tipo ad esempio la pandemia di Covid19, che possono avere impatti negativi e che nessuna misura di due diligence o mitigazione del rischio può impedirne l'avvenimento.

Un esempio da analizzare sono le acquisizioni fatte negli anni da GE Capital. I consulenti Ashkenas e Francis con DeMonaco hanno evidenziato quattro lezioni di successo emerse, che riprendono i fattori critici descritti precedentemente. In primis, il processo di integrazione deve essere già avviato prima della firma dell'accordo; in secondo luogo, è importante che ci sia una persona a tempo pieno che si occupi della gestione del processo di integrazione. Il terzo fattore riguarda la necessità di avviare le doverose ristrutturazioni già da prima; infine, è importante integrare anche le culture aziendali e non solo le operazioni. Dalle acquisizioni effettuate, i dirigenti di GE Capital hanno appreso che l'essere più sensibili già durante la fase di due diligence sulle questioni di integrazione, consente di prendere più velocemente decisioni sull'eventuale operazione.

Ad esempio, nelle fasi finali della due diligence per l'acquisizione di un'azienda britannica di leasing-attrezzature, due business leader dell'azienda, durante un pranzo di lavoro con il CEO e il CFO della società per discutere su come la società risultata

dalla fusione sarebbe stata gestita, si sono resi conto delle differenze culturali manageriali delle due aziende, e che l'integrazione sarebbe stata complicata e controversa. Nonostante tale operazione fosse favorevole dal punto di vista finanziario, GE Capital si allontanò dalla transazione.

Un altro esempio riguarda gli studi che sono stati eseguiti relativi all'attività di carte di credito di un importante rivenditore europeo. Da queste analisi il team di due diligence apprese che i dipendenti dell'azienda che doveva essere acquisita erano preoccupati di dover rinunciare al loro vantaggio di sconto sugli acquisti presso i negozi del rivenditore. GE Capital esortò così il rivenditore affinché continuasse a garantire lo sconto anche un anno dopo l'acquisizione e di compensare la differenza del beneficio perso negli anni successivi aggiungendo circa $200 alla busta paga di ciascun dipendente. In questo modo, GE Capital trasformò un potenziale motivo di attrito in un'esperienza positiva che ha portato a un aumento del morale, una maggiore flessibilità ad altri cambiamenti e una maggiore produttività.

Emerge da GE Capital anche l'importanza del ruolo di manager dell'integrazione. Larry Toole, all'epoca dirigente delle risorse umane, fu coinvolto nel supportare il team Gelco a seguito dell'acquisizione. Egli facilitò la creazione del nuovo team di leadership, riunì persone di entrambe le aziende per coinvolgerli nello sviluppo di piani comuni spiegando le esigenze e i valori di GE Capital, consigliò ai manager di Gelco su come avere successo nella nuova azienda. Diversamente successe quando GE Capital acquisì le operazioni di carte di credito del Burton Group: in questo caso non fu assegnato nessun responsabile dell'integrazione. Due anni dopo, fu necessario l'assunzione di un responsabile dell'integrazione per risollevare l'insoddisfacente situazione.

Per quanto riguarda la comunicazione, l'azienda deve essere chiara su ciò che sta accadendo e su ciò che è pianificato. In GE Capital, vi è il business leader che organizza delle sessioni di pianificazione e organizzazione rivolte ai membri del team che si occupano della gestione dell'acquisizione, con l'obiettivo di creare un piano di 100

giorni per l'integrazione dell'acquisizione. Queste sessioni permettono alle due parti coinvolte di scambiarsi informazioni ed esprimere le loro opinioni, facilitando anche l'inserimento dei nuovi manager all'interno di GE Capital. Per creare un rapporto di fiducia, i manager assumono un ruolo guida, e si devono impegnare in un dialogo con i loro dipendenti, colleghi e clienti.

Per quanto riguarda invece la differenza culturale GE Capital tende ad assegnare progetti a breve termine gestiti da membri di entrambe le aziende coinvolte. Ad esempio, nel 1995, quando GE Capital acquisì Minebea Financial, una società giapponese di servizi finanziari, il leader aziendale assegnò ad un certo numero di team congiunti GCF-Minebea il compito di raggiungere gli obiettivi aziendali critici nei primi 100 giorni, consentendo alle persone coinvolte di GCF e Minebea ad imparare a lavorare insieme. GE Capital usa anche altri modi per aiutare il personale ad affrontare le differenze culturali, come ad esempio l'assegnare ad un manager un consulente esterno specializzato, o il programma Capital University negli Stati Uniti, che fu avviato affinché i manager selezionati comprendessero la cultura e i valori in cui GE Capital è radicata.

1.4 Performance post M&A

L'argomento sulle prestazioni operative che derivano dalle operazioni di acquisizioni e fusioni aziendali è stato affrontato da molti studiosi negli ultimi decenni, in quanto generano una serie di conseguenze a breve e a lungo termine sul piano economico, finanziario e su quello sociale. È ancora oggi oggetto di un rilevante dibattito, in quanto gli studi accademici finora realizzati portano a risultati contrastanti. Gli studi finora eseguiti possono essere ripartiti in studi che sostengono che le M&As portano ad un

miglioramento significativo delle performance operative, in studi che sostengono che conducono ad un peggioramento, e in quelli che invece non ne riscontrano un cambiamento significativo. I risultati della ricerca accademica differiscono e possono essere in contrasto tra loro a seconda del periodo storico analizzato, della finestra temporale che si va ad analizzare; possono differire anche da altri fattori quali, i metodi di pagamento (contanti o azioni), il verificarsi di una fusione o offerta pubblica di acquisto, l'avvenimento di un'acquisizione ostile o amichevole e dalle metodologie scelte per misurare e valutare le performance di un'azienda.

Le performance del post acquisizione-fusione sono sensibili, inoltre, non solo alle stime tecniche, ma anche ai campioni investigati ed alle loro dimensioni. Bisogna però specificare che ci sono alcune ricerche che ritengono che la relazione tra la misurazione della performance con questi fattori non sia statisticamente significativa come il caso di Switzer (1996), che mostra come le performance non siano sensibili alla dimensione dell'azienda. I risultati sono influenzati anche dal contesto politico ed economico di un Paese, ad esempio, la regolamentazione Antitrust è più severa, più sviluppata e meno favorevole all'acquisizione di società negli Stati Uniti rispetto al Canada.

Possiamo però dichiarare, in linea generale, che la maggior parte degli studi che analizzano il fenomeno sembrano convergere su una conclusione: in media le operazioni di M&A non creano valore, anzi, spesso lo riducono per gli azionisti di chi compra, mentre al contrario aumentano il valore delle azioni della società acquistata target. In altre parole, gli azionisti delle imprese target ricevono premi sostanziali per le loro azioni e si trovano a guadagnare in modo uniforme dalle acquisizioni, mentre i guadagni per gli azionisti degli acquirenti sono solitamente vicini allo zero e spesso sono anche negativi, in quanto possono soffrire di pagamenti in eccesso. Quindi, se da un lato c'è un accordo quasi unanime sul fatto che gli azionisti target trarranno vantaggio dalle fusioni, diversa è la situazione per gli azionisti dell'impresa acquirente.

I risultati di rendimenti anomali positivi per il target e rendimenti di pareggio per l'acquirente sollevano la questione di guadagno economico netto da questo evento. La

sfida deriva dalla differenza di dimensioni tra acquirente e target. In genere, l'acquirente è sostanzialmente più grande, quindi una grande percentuale di guadagno per gli azionisti target potrebbe essere più che compensata da una piccola perdita percentuale per gli azionisti acquirenti. A supporto di ciò, quasi tutti gli studi riportati da Bruner riportano rendimenti combinati positivi, con undici dei venti significativamente positivi. "L'evidenza indica che le acquisizioni aziendali generano guadagni positivi, che gli azionisti dell'impresa target ne beneficiano e che gli azionisti dell'impresa offerente non perdono" (Jensen e Ruback).

In linea generale però, le statistiche che emergono dalla letteratura dicono che circa la metà delle operazioni di M&A si risolve in un fallimento. Uno studio realizzato da KPMG International alla fine degli anni Novanta mostra infatti come solo il 17% delle operazioni di fusione siano apportatrici di valore, a fronte di una percentuale superiore al 50% di casi in cui esse producono una distruzione di valore. A rafforzare tale analisi, si aggiunge uno studio di Sirower condotto su un campione di 100 fusioni di grandi società avvenute nella metà degli anni Novanta, il quale evidenzia come i 2/3 di queste operazioni abbiano prodotto reazioni negative presso i mercati e come abbiano realizzato performance inferiori un anno dopo la fusione. Non ci sono quindi prove conclusive sulla questione di sé le fusioni e acquisizioni aumentino l'efficienza o meno e sul loro impatto sulla performance operativa. Questa sezione ha lo scopo di mostrare e raggruppare in base agli esiti ottenuti, i principali studi relativi a tale argomento, riportando le conclusioni a cui si è giunti nei vari studi applicando diverse metodologie nei diversi mercati.

1.4.1 Miglioramenti significativi delle performance

Tra i principali studiosi sostenitori dell'idea che le prestazioni operative delle imprese che si fondono migliorino significativamente in seguito alle acquisizioni e fusioni troviamo Healy, Palepu e Ruback (1992); essi esaminano le prestazioni operative delle

cinquanta maggiori fusioni statunitensi tra il 1979 e il 1984, utilizzando le prestazioni del settore come benchmark rispetto al quale possono essere testate le prestazioni degli acquirenti. Seppur criticato da alcuni studiosi come Gosh, il quale ha ritenuto tale studio non veritiero in quanto ha utilizzato le imprese mediane del settore come punto di riferimento, esso è servito a mostrare che le imprese fuse hanno miglioramenti significativi nella produttività degli asset post fusione, portando maggiori rendimenti del flusso di cassa operativo rispetto ai loro colleghi del settore non acquirenti, tutto questo senza andare a scapito degli investimenti.

In accordo con quanto detto, vi è lo studio condotto da Switzer (1996) il quale estese il lavoro di Healy et al. (1992) analizzando le performance operative di un campione di 327 imprese fuse durante il periodo 1967-1987; tale studio riporta stime statisticamente significative dei miglioramenti nei flussi di cassa operativi post acquisizione. Egli osservò anche una relazione positiva tra il rendimento anomalo misurato intorno alla data di annuncio dell'acquisizione e la performance delle società unite. Ugualmente, Kinateder, Fabich e Wagner (2017) trovano un miglioramento delle performance, conducendo uno studio su cinquanta delle più grandi transazioni realizzate tra il 2014 e il 2016, mediante un'analisi di regressione dell'economicità di fusioni e acquisizioni. A tale risultato sono giunti sia Parrino e Harris (1999), esaminando l'andamento operativo di 197 fusioni nel periodo 1982-1987, che gli scienziati Uhlenbruck, Hughes-Morgan e Hitt nel 2016, studiando l'impatto complessivo delle operazioni di M&A sugli indicatori di performance economica su un campione di 859 transazioni avvenute tra il 2014 e il 2016.

Risultati simili si sono ottenuti anche nel Regno Unito da parte di Powell e di Stark e Manson et al. (2000); questi ultimi hanno studiato un campione di 44 acquisizioni nel Regno Unito nel periodo 1985-1987 utilizzando le variabili di flusso di cassa e la metodologia simile utilizzata da Healy et al. (1992), osservando significativi guadagni operativi e non operativi derivanti dalle acquisizioni nel Regno Unito.

Interessante è anche il contributo di Rahman e Limmack (2004) e Ramakrishnan (2008), i quali giungono allo stesso esito studiando corrispettivamente, le prestazioni operative di un campione di 94 società malesi quotate e 113 private durante il periodo 1988-1992, e le fusioni in India.

Ramaswamy e Waegelein (2003) invece si sono concentrati sulla performance finanziaria delle imprese target e acquirenti nei cinque anni successivi alla fusione utilizzando un campione di 162 imprese statunitensi nel periodo 1975-1990. Lo studio è stato effettuato utilizzando i rendimenti del flusso di cassa rettificati del settore sul valore di mercato delle attività come misura delle prestazioni, in modo simile a quello effettuato da Healy et al. (1992), da cui hanno osservato un miglioramento significativo della performance finanziaria post fusione. Vanitha e Selvam (2007) concordano sul miglioramento della performance finanziaria delle società fuse, così come Leeth e Borg (2004), i quali osservano che le acquisizioni dal 1905 al 1930 hanno accresciuto la ricchezza degli azionisti. Rani, Yadav e Jain, analizzando un campione di 305 M&A nel periodo 2003-2008, hanno osservato un significativo miglioramento degli indici di redditività, efficienza (in termini di utilizzo delle immobilizzazioni), spesa e liquidità delle società acquirenti coinvolte in M&A, fornendo la prova che nel lungo periodo le fusioni e acquisizioni appaiono finanziariamente vantaggiose per le società acquirenti e che la loro redditività migliora durante la fase successiva alle fusioni e acquisizioni. Gli acquirenti sembrano realizzare i vantaggi sinergici delle fusioni e acquisizioni controllando le spese, in particolare quelle di vendita, generali e amministrative.

Anand e Singh (2008), Soongswang (2009) e Dutta e Jog (2009) hanno scoperto che le acquisizioni-fusioni creano valore sia per gli azionisti dell'impresa offerente che dell'imprese target, corrispondentemente nel settore bancario indiano, nelle acquisizioni thailandesi e per quelle canadesi.

Diversi studi, inoltre, hanno dimostrato che le acquisizioni migliorano la produttività a livello di impianto dell'azienda target (Lichtenberg, 1992; Maksimovic e Phillips, 2001, 2002; Maksimovic, Phillips e Prabhala, 2011). In particolare, Lichtenberg e

Siegel (1990) mostrano che i cambiamenti di proprietà sono seguiti da riduzioni sostanziali delle spese amministrative. Allo stesso modo, Kaplan (1989) rileva che le spese in conto capitale sono diminuite sostanzialmente in un campione di imprese coinvolte in acquisizioni negli anni '80. Dopo l'acquisizione, gli impianti target sono in grado di produrre la stessa quantità di output rispetto agli impianti di controllo, ma sono in grado di farlo con meno capitale e materiale, salari più bassi e meno lavoratori, ovvero con meno input. Inoltre, i miglioramenti dell'efficienza si ottengono grazie a decisioni di investimento più efficienti e a costi aziendali ridotti. Questi risultati supportano l'ipotesi che gli acquirenti migliorano l'efficienza produttiva dei target attraverso la ristrutturazione e il ridimensionamento. I miglioramenti nella produttività dell'impresa acquisita sono associati a maggiori rendimenti degli annunci per l'impresa combinata.

1.4.2 Nessun cambiamento significativo

Altri studiosi, come Sharma e Ho (2002), replicando anche la metodologia utilizzata da Healy et al. (1992) su un campione di 36 aziende manifatturiere durante il 1986-1991 in Australia, non hanno osservato miglioramenti significativi nella performance operativa post acquisizione; questo vale anche per Kumar (2009), dal cui studio emerge che le fusioni solitamente non portano a un miglioramento della performance finanziaria dell'acquirente e che in media, la redditività post fusione, il turnover degli asset e la solvibilità delle società acquirenti non mostrano alcun miglioramento rispetto ai valori ante fusione.

Analogamente, gli studi di Langetieg 1978, Lev e Mandelker 1972, Malatesta 1983, Franchiet al. 1991, rilevano che le performance post-fusione sia delle imprese non acquisite che di quelle oggetto di fusione sono simili. Anche il lavoro di Mueller, basato su una raccolta di studi sulla redditività delle fusioni e acquisizioni in sette nazioni, rileva che per quanto riguarda la redditività, gli acquirenti non mostrano differenze

significative. L'osservazione principale dei risultati di Mueller è che gli acquirenti hanno riportato rendimenti peggiori negli anni successivi all'acquisizione rispetto alle loro controparti non acquirenti, ma non in modo significativo.

1.4.3 Peggioramento significativo delle performance

Già dai primi studi effettuati emergono evidenze sul peggioramento delle performance aziendali a seguito delle operazioni di M&A; tali studi suggeriscono che le fusioni e le acquisizioni non hanno aumentato il valore dell'impresa, né nel breve periodo (Dodd, 1980; Asquith, 1983; Malatesta, 1983; Jarrell & Poulsen, 1989) né nel lungo periodo (Asquith, 1983; Agrawal, Jaffe, &Mandelker, 1992; Loderer & Martin, 1992). Più specificamente, si è spesso scoperto che le acquisizioni erodono l'acquisizione del valore dell'impresa (Chatterjee, 1992; Datta, Pinches, & Narayanan, 1992; Seth, Song e Pettit, 2002; King, Dalton, Daily, &Covin, 2004; Moeller, Schlingemann, &Stulz, 2004) e producono rendimenti azionari altamente volatili (Langetieg, Haugen, &Wichern, 1980; Pablo, Sitkin, & Jemison, 1996).
Tra gli studiosi che non trovano prove di miglioramenti nelle performance operative nel post acquisizione troviamo Ghosh, il quale conduce il suo studio basandosi su un campione di 315 acquisizioni nel mercato USA tra il 1981 e il 1995. In particolare, si evince che il flusso di cassa operativo post-acquisizione delle imprese in fusione non aumenta quando vengono utilizzate come benchmark le imprese con simili performance preacquisizione e dimensioni. Ravenscraft e Scherer 1987, e Herman e Lowenstein 1988 esaminano la performance degli utili dopo le acquisizioni e concludono anche loro che le prestazioni operative non migliorano. Ravenscraft e Scherer (1989) hanno esaminato la performance finanziaria delle imprese target durante il periodo 1957-1977 negli Stati Uniti riscontrando un peggioramento della performance finanziaria delle imprese target durante il periodo post-fusione rispetto a quella del periodo pre-fusione con un sostanziale impatto negativo delle fusioni del

13,34% sulla redditività post-fusione concludendo che le fusioni distruggono in media il valore. Anche Yook (2004) afferma che l'esperienza dell'impresa acquirente ha ridotto le prestazioni operative dopo l'acquisizione, così come Becker, Goldberg e Kaen (2008), i quali, eseguendo lo studio degli eventi e l'approccio contabile, hanno scoperto che il prezzo delle azioni e la performance operativa degli acquirenti sottoperformano rispetto alle imprese che non si sono impegnate in attività di fusione. I risultati che emergono dagli studi di Dickerson, Gibson e Tsakalotos indicano che le acquisizioni hanno un impatto negativo sulla performance aziendale e che la società attraverso l'acquisizione produce un tasso di rendimento più basso rispetto alla crescita attraverso gli investimenti interni.

Le prove dimostrano che la crescita interna piuttosto che la crescita per acquisizione ha un effetto più favorevole sulla performance aziendale misurata dalla redditività. I loro risultati non mostrano alcuna prova che l'acquisizione abbia un effetto benefico netto sulla performance aziendale misurata dalla redditività. Al contrario, ritengono che le acquisizioni abbiano un impatto negativo sistematico sulle prestazioni aziendali. Non solo il coefficiente sulla crescita delle acquisizioni è molto inferiore a quello sulla crescita interna, ma c'è un'ulteriore e permanente riduzione della redditività dopo l'acquisizione. Geoffrey Meeks verifica il cambiamento di redditività a seguito della fusione, osservando la variazione del rendimento delle attività (ROA) rispetto alla variazione del ROA per il settore dell'acquirente. Dal suo studio si evince che per quasi i due terzi degli acquirenti, le prestazioni sono inferiori agli standard del settore, e che quindi le fusioni nel suo campione hanno subito un "lieve calo della redditività"; tale diminuzione emerge anche dall'analisi di Pazarskis, Vogiatzogloy, Christodoulou e Drogalas (2006) e Agrawal, Jaffe, Mandelker (1992) e da Ooghe, Laere e Langhe (2006), i quali scoprono che non diminuisce solo la redditività, ma anche la liquidità e la solvibilità delle società combinate.

Vi sono anche ampie prove che gli acquirenti hanno rendimenti negativi significativi su finestre a lungo termine che sopraffanno i loro rendimenti positivi a breve termine, rendendo negativo l'effetto ricchezza netta (Loughran e Vijh, 1997; Rau e Vermaelen,

1998; e Andrade et al., 2001). Marks e Mirvis (1998) affermano che più di tre quarti delle aggregazioni societarie non raggiungono i risultati di business previsti in quanto la maggior parte produce costi superiori alle attese e rendimenti inferiori a quelli accettabili. Nel frattempo, il tempo dei dirigenti e il capitale operativo vengono sottratti alla crescita interna, il morale, la produttività e la qualità spesso precipitano, dipendenti di talento abbandonano la società, e i clienti si rivolgono altrove.

1.5 Variabili impattanti sulle performance

Come detto precedentemente, i risultati non permettono di trarre alcuna conclusione certa sull'influenza delle acquisizioni e fusioni sulle performance operative. L'incertezza aumenta se si vanno a considerare le molteplici variabili che influenzano l'esito di una performance a seguito di un'operazione di M&A. Nei paragrafi a seguire verranno mostrate nello specifico tali variabili e il loro impatto sulle performance operative.

1.5.1 Metodo di pagamento

La variabile su cui vari studi si sono focalizzati in quanto costituisce un driver importante nella valutazione delle performance operative nel post M&A, è la scelta su quale metodo di pagamento utilizzare per queste operazioni, se cash o stock. Ci sono alcuni studiosi come Heron e Lie (2002) e Healy, Palepu e Ruback (1992) che ritengono non ci siano prove che le performance operative aggiustate per l'industria differiscano tra i metodi di pagamento.

Per tutti i metodi di pagamento, le aziende acquirenti superano i loro settori sia prima che dopo le loro acquisizioni e sperimentano miglioramenti significativi nelle

prestazioni operative rispetto alle aziende di controllo abbinate alla classificazione del settore e alle prestazioni precedenti. A supporto di quanto detto c'è anche lo studio di Moellera, Schlingemannb e Stulz (2004), i quali osservano che l'annuncio torna più alto per gli azionisti dell'impresa acquirente indipendentemente dalla forma di finanziamento.

Tuttavia, la maggior parte degli studi teorici suggeriscono che il valore delle imprese che si fondono sia correlato all'uso di cash o stock, ed in particolare che ci sia la preferenza da parte degli azionisti dell'impresa acquirente per l'uso di cash. Myers e Majluf (1984) mostrano che in presenza di asimmetria informativa tra manager e azionisti, i manager hanno l'incentivo a emettere azioni quando le percepiscono come sopravvalutate. Questa teoria implica che le imprese acquirenti preferiscono pagare le loro acquisizioni con azioni quando sono sopravvalutate e in contanti quando le azioni sono sottovalutate. Infatti, coerentemente con questa tesi, numerosi studi documentano che la reazione media del mercato all'annuncio di offerte di azioni è significativamente negativa. Questi studi generalmente concludono che le acquisizioni in contanti hanno maggiori probabilità di avere un effetto favorevole sui prezzi delle azioni rispetto alle acquisizioni di azioni. Travlos (1987) riporta prove empiriche coerenti con questa nozione per un campione di 167 acquisizioni condotte tra il 1972 e il 1981. Egli rileva che, in media, gli acquirenti sperimentano rendimenti azionari anomali negativi intorno gli annunci di acquisizioni finanziate da azioni e rendimenti "normali" agli annunci di acquisizioni finanziate in contanti. Heron e Lie (2002) ricavano inoltre dagli studi che, sebbene i rendimenti aziendali combinati siano positivi per entrambi i tipi di transazioni, sono significativamente più alti per le acquisizioni in contanti. Di conseguenza, la loro analisi, sia dei rendimenti degli offerenti che dei rendimenti combinati delle imprese, suggerisce che gli annunci di acquisizioni di liquidità trasmettono informazioni maggiormente favorevoli rispetto agli annunci di acquisizioni di azioni.

Un'altra ragione che può spiegare questo comportamento è legata al ruolo di monitoraggio del debito, considerato come metodo di disciplina del manager. Il debito

ha una funzione disciplinante (Jensen, 1986), che comporta l'obbligo di rimborso, minaccia di fallimento o di scalata, vincola la discrezionalità manageriale, e spinge il manager a comportarsi in modo efficiente e a non investire in progetti con NPV negativo. Il miglioramento delle prestazioni a seguito di acquisizioni di cassa derivanti da una migliore gestione delle risorse delle imprese partecipanti alla fusione supporta anche i risultati trovati da Ghosh, il quale trova anche una riduzione significativa della forza lavoro a seguito di acquisizioni di azioni e non dopo acquisizioni di contanti.

Un'altra possibile ragione per cui le acquisizioni di liquidità ottengono risultati migliori rispetto alle acquisizioni di azioni è fornita da Bekovitch e Narayanan (1990), i quali documentano che le offerte in contanti eliminano il rischio che imprese competitors propongano offerte migliori, grazie ad un aumento delle probabilità che l'azienda target accolga immediatamente l'offerta proposta. La realizzazione dell'operazione attraverso lo scambio di stock porta a tempi più lunghi, permettendo al management dell'impresa target la possibilità di sviluppare una adeguata difesa, e come conseguenza le altre imprese potrebbero essere spinte a partecipare.

Analogamente allo studio di Andrade, Mitchell Franks, anche Harris e Mayer (1988) in generale trovano prestazioni anormali post-acquisizione significativamente positive a seguito di acquisizioni cash, e acquisizioni e performance significativamente negative a seguito di acquisizioni con azioni; questo vale anche per Loughran e Vijh, i quali utilizzando 947 acquisizioni nel periodo 1970-1989 durante un periodo di cinque anni dopo l'acquisizione, giungendo alla conclusione che in media le aziende che completano fusioni azionarie ottengono rendimenti in eccesso significativamente negativi del -25,0%, mentre le aziende che completano le offerte di acquisto in contanti guadagnano rendimenti in eccesso significativamente positivi del 61,7%; infine, le fusioni in contanti hanno le stesse prestazioni delle loro società corrispondenti e le offerte azionarie sono troppo poche per fare un'inferenza significativa.

Contrariamente, Sehgal, Banerjee e Deisting osservano che mentre le fusioni finanziate da azioni creano valore, le fusioni finanziate in contanti sembrano distruggere valore

nel breve periodo. Evidenze empiriche a supporto di questa tesi provengono da Barnes (1984) il quale rileva rendimenti anomali inferiori a seguito di acquisizioni finanziate in contanti rispetto a quelle finanziate con azioni.

1.5.2 Dimensione

Nella descrizione dei fattori critici di successo, è già stata sottolineata la criticità della variabile dimensione; in particolare, la dimensione relativa del target, poiché è improbabile che la performance negativa post-concentrazione possa essere attribuita a un'acquisizione con scarse prestazioni se il target è una frazione molto piccola delle dimensioni dell'offerente.

Finkelstein e Haleblian (2002) ad esempio mostrano che la somiglianza delle dimensioni tra le imprese che partecipano alla fusione è associata a rendimenti degli annunci più elevati. Loughran e Vijh scoprono che i rendimenti anomali diventano più piccoli e, alla fine, negativi con l'aumentare della dimensione del target rispetto l'impresa acquirente. Dagli studi di Kitching (1967), Moeller, Schlingemann, & Stulz (2004), non solo l'evidenza empirica suggerisce che l'acquisto di aziende molto piccole rispetto all'acquirente può portare a risultati non ottimali, ma che l'acquisto di aziende molto grandi rispetto all'acquirente può portare a prestazioni inferiori.

Nel suo studio, Ramaswamy deduce che le imprese che acquisiscono aziende di dimensioni relative più piccole ottengono risultati finanziari significativamente migliori dopo la fusione, teoria supportata anche da Switzer e Linn. Contrariamente Clark e Ofek (1994) sostengono che le acquisizioni di imprese target di piccole dimensioni performano meglio rispetto a quelle di grandi dimensioni. Altri ancora come Powell e Stark (2005), Healy et al. (1992) non hanno mostrato dai loro studi nessuna differenza significativa.

1.5.3 Aziende correlate e non

Le operazioni di M&A possono avere come target imprese che appartengono allo stesso settore oppure a settori diversi. Anche su questo argomento gli studi effettuati divergono tra di loro.

Ramaswamy dal proprio studio deduce che le imprese che acquisiscono aziende in settori diversi ottengono risultati finanziari significativamente migliori dopo la fusione, così come Gosh (2001). La teoria dell'apprendimento dell'integrazione della fusione mostra che la differenza in alcune caratteristiche dell'impresa, come la cultura e la governance, lascia spazio all'apprendimento reciproco e al trasferimento di capacità durante il processo di integrazione. Ciò è di grande importanza per permettere che le pratiche migliorino per entrambe le parti, e per far sì che esse possano poi essere adottate in modo ottimale per modellare le prestazioni complessive del business combinato.

DeLong (1999), Healy et al. (1992) forniscono invece una visione opposta secondo cui le fusioni diversificate non creano valore. Dallo studio di Heron e Lie, emerge che i miglioramenti nelle prestazioni operative sono significativamente maggiori quando l'acquirente e il target appartengono allo stesso settore; ciò si evince anche dallo studio di Lubatkin e di Porter, i cui risultati mostrano che viene creato più valore per gli azionisti dalle aziende coinvolte in acquisizioni correlate rispetto a quelle coinvolte in acquisizioni non correlate. Ciò può essere dovuto al fatto che si possa beneficiare di una maggiore conoscenza dell'azienda e del settore, riducendo l'attrito durante l'integrazione.

Altri studi come quelli svolti da Switzer, Powell e Stark (2005) non mostrano alcuna differenza significativa.

1.5.4 Ostile vs amichevole

Le acquisizioni possono essere ostili, e quindi contestate o amichevoli. Dallo studio di Eckbo emerge che, in generale, sembra che gli azionisti delle imprese offerenti e target nelle fusioni contestate, guadagnino rendimenti anormali maggiori rispetto alle imprese corrispondenti nelle fusioni non contestate. Se si considera però il reclamo antitrust, la performance anormale risulta addirittura significativamente negativa da parte delle imprese offerenti e target al momento dell'annuncio del reclamo antitrust. Ciò è dovuto dal fatto che la sfida si presenta in genere come una sorpresa e si prevede che sarà costosa per le imprese partecipanti alla fusione; quindi, l'acquirente dovrebbe essere spinto a perseguire tale operazione solo nel caso in cui si ritiene di ottenere un alto livello di sinergie.

Ciò porta ad un impatto anche sulle imprese rivali; le rivali delle fusioni orizzontali incontrastate ottengono sistematicamente rendimenti anomali piccoli ma positivi nei sette giorni che circondano il giorno della proposta di fusione, analogamente accade quando si presenta una denuncia antitrust.

Anche Loughran e Vijh ritengono che i guadagni di ricchezza post acquisizione siano maggiori per le offerte d'asta, che solitamente sono ostili a incumbent manager. Gli studi di Healy et al., (1992), Ghosh (2001), Powell e Stark (2005), invece, non rilevano dai loro studi questa evidenza.

1.5.5 Leverage

Come già detto precedentemente, il debito ha un ruolo di monitoraggio, ed è considerato come meccanismo interno di disciplina del manager che permette di ridurre i costi di agenzia.

Alcuni studiosi, tra cui Ghosh e Jain, ritengono che un tasso di indebitamento maggiore consenta una gestione più efficiente delle risorse, permettendo di prevenire acquisizioni inefficienti e portando ad una gestione degli investimenti più efficiente; essi riscontrano una correlazione significativamente positiva tra il livello d'indebitamento con la realizzazione di rendimenti azionari maggiori, correlazione che si evince anche dallo studio di Kang et al (2000). Altri invece, come Switzer, non hanno mostrano evidenze empiriche a supporto di questa tesi.

Ci sono anche altre variabili che alcuni studiosi ritengono possano influenzare la performance post M&A, come la percentuale acquisita dal bidder dell'impresa target, il livello di qualità del bidder e del target, il livello di proprietà del management, il market to book ratio. Nguyen, Hien, Yung, Sun concludono che gli acquirenti che acquistano il 100% dell'impresa target sperimentano una riduzione del valore di lungo periodo significativamente maggiore rispetto agli acquirenti che cercano meno del 10% dell'impresa target. Ciò è coerente con le implicazioni che le fusioni guidate da incentivi alla costruzione di imperi riducono in modo più significativo il valore a lungo termine dell'impresa. Dal loro studio, inoltre, sembra che le fusioni e acquisizioni da parte degli acquirenti di glamour ad alta valutazione potrebbero essere sinergiche all'inizio, ma diventare in seguito a valore decrescente. D'altro canto, gli acquirenti a bassa valutazione sperimentano una significativa riduzione della componente del valore di lungo periodo in ciascuna delle finestre di eventi esaminate.

Coerentemente, Lang, Stulz e Walkling (1989) e Servaes (1991), rilevano che i guadagni di acquisizione, misurati come performance del prezzo delle azioni intorno agli annunci di acquisizione, sono maggiori quando imprese di alta qualità acquisiscono target di bassa qualità. Lewellen, Loderer e Rosenfeld (1985) scoprono che il ritorno dell'acquirente dalle acquisizioni sono positivamente correlate al livello di proprietà del management nell'impresa acquirente. A supporto di questa tesi, Dutta e Jog (2009) trovano che i rendimenti anomali di lungo termine ponderati in base al valore per la proprietà degli "amministratori' superiori al 25%" sono significativamente positivi. Ciò implica che un livello più elevato di proprietà degli amministratori si

traduce in migliori decisioni di acquisizione. Le aziende che acquisiscono con più amministratori interni ottengono risultati migliori rispetto alle aziende con più amministratori esterni. Le aziende con più del 25% di proprietà degli amministratori superano in modo significativo le aziende con una minore proprietà degli amministratori, anche se questi risultati non sono statisticamente significative.

Per quanto riguarda la determinante market to book ratio, dallo studio di Heron e Lie è emerso che i miglioramenti nelle prestazioni operative sono significativamente maggiori quando le imprese con elevati rapporti market-to-book acquisiscono obiettivi con rapporti market-to-book bassi.

2. Caso di mercato: EssilorLuxottica S.A

2.1 Introduzione

L'obiettivo di questo capitolo è tentare di mostrare in che modo la fusione avvenuta tra Essilor e Luxottica abbia generato beneficio ad entrambe le aziende, sia nel rafforzare i punti di forza delle due società, sia in termini di conseguenze economiche, oltre a dimostrare come una società stabile finanziariamente, con progetti e obiettivi chiari e definiti, sia in grado di reagire anche a eventi imprevedibili.

Nel primo paragrafo verrà descritta in linea generale la società EssilorLuxottica, per poi proseguire con l'esposizione della *mission* e *vision* del Gruppo. In seguito, saranno elencati i motivi che hanno permesso la realizzazione della fusione e le aspettative dichiarate all'annuncio dell'operazione.

Nel paragrafo successivo verranno rappresentati i vari step sostenuti per il completamento della fusione, con un focus sullo scambio dei pacchetti azionari tra i vari attori coinvolti. Saranno poi riportate alcune dichiarazioni e commenti estrapolati da articoli pubblicati il giorno dell'annuncio, e le reazioni finanziarie del mercato.

Nell'ultimo paragrafo si analizzeranno le conseguenze realizzatesi a seguito dell'operazione di fusione sia dal punto di vista qualitativo, evidenziando la coerenza delle azioni e progetti intrapresi con quelli annunciati, sia dal punto di vista quantitativo, analizzando i dati di bilancio prima e dopo la fusione.

Il capitolo terminerà evidenziando determinati riscontri attinenti al caso, in relazione alla letteratura esaminata.

2.2 Company description

EssilorLuxottica S.A. è una multinazionale italo-francese verticalmente integrata, con sede a Parigi, nata il 1º ottobre 2018 dall'unione di due player globali innovativi, il gruppo italiano dell'occhialeria Luxottica e la francese Essilor, specializzata in lenti oftalmiche, con alle spalle oltre 170 anni di innovazione, eccellenza operativa e spirito imprenditoriale.

L'integrazione di Essilor e Luxottica ha dato vita ad un leader mondiale dell'occhialeria, verticalmente integrato, in cui montature e lenti vengono progettate, realizzate e distribuite sotto lo stesso tetto. Questa multinazionale è tra i principali gruppi nella progettazione, produzione, distribuzione e commercializzazione di lenti oftalmiche, apparecchiature ottiche ed occhiali da vista e da sole.

2.3 Mission e vision

EssilorLuxottica propone occhiali e soluzioni innovative per la cura della vista, che soddisfino stili di vita in continua evoluzione, con l'obiettivo di raggiungere i 2,5 miliardi di persone che non hanno accesso a una correzione visiva, e i 6 miliardi di persone che non proteggono i loro occhi dai raggi nocivi. Dei 7,4 miliardi di persone che vivono sul pianeta, 4,6 hanno bisogno di una correzione visiva, ma solo 2 miliardi ricevono cure di cui hanno bisogno. Essilor e Luxottica hanno unito le forze per una missione comune: "aiutare il mondo a vedere meglio, vivere meglio e godere appieno della vita.".

Sulla base di ciò, oltre alla correzione della vista, EssilorLuxottica ha come missione quella di rispondere alla necessità di proteggere la vista dalla luce solare e dalla dannosa luce blu. Combinando l'esperienza nella tecnologia delle lenti e nella produzione di occhiali, e nella capacità di distribuzione globale, EssilorLuxottica consente alle persone di tutto il mondo di imparare, lavorare, esprimersi e realizzare il proprio potenziale. Grazie al suo portafoglio di tecnologie per le lenti, combinato con alcuni dei marchi di occhiali più amati al mondo, la Società è in una posizione unica per rendere l'uso di occhiali da vista e da sole un accessorio di moda desiderabile e che migliora la vita.

L'idea di base della compagnia è quella di agire su diversi livelli per aumentare la consapevolezza sull'importanza della correzione e della protezione della vista, educando i consumatori con campagne dedicate, ma anche supportando la condivisione delle conoscenze tra esperti sulla scienza della vista e sui bisogni dei pazienti. Inoltre, nel momento in cui i prodotti di Essilor sono più aggredibili dalla concorrenza, al contrario di quelli di Luxottica che sono "protetti" invece dalla riconoscibilità del marchio, la scommessa per l'azienda è di riuscire a "fidelizzare" il cliente attraverso il

contatto diretto con il mercato e con la rete di negozi grazie alla qualità del prodotto, anche per quanto concerne le lenti correttive.

Leonardo Del Vecchio, Presidente Esecutivo di EssilorLuxottica, il giorno della fusione ha così commentato: "Siamo all'inizio di un nuovo capitolo della nostra storia nel quale abbiamo fortemente creduto e che ci permetterà di riunire lenti e montature sotto lo stesso tetto, completando il nostro modello di integrazione verticale. Valorizzeremo le eccellenze di Luxottica e di Essilor per migliorare i livelli di servizio e offrire ai consumatori in tutto il mondo prodotti dei nostri marchi più amati con tecnologie per le lenti all'avanguardia. Amplieremo così la nostra offerta e daremo nuovo impulso allo sviluppo del business dei nostri clienti e dell'intero settore".

Hubert Sagnières, Vicepresidente Esecutivo di EssilorLuxottica, ha aggiunto: "La creazione di EssilorLuxottica è un momento decisivo del nostro impegno per il riconoscimento della vista come diritto umano fondamentale e leva essenziale di sviluppo nel mondo. EssilorLuxottica ha oggi la possibilità di dare a questa importante causa una visibilità ancora maggiore ed è in una posizione unica per contribuire allo sviluppo dell'intero settore, essendo presente in tutti i principali segmenti, dalle lenti alle montature, alla distribuzione, in negozio e online. Il nostro impegno nel promuovere l'innovazione e migliorare il servizio ai clienti e la consumer experience andrà a beneficio di tutti. Inoltre, la missione del Gruppo sarà rafforzata da una partecipazione attiva e crescente dei dipendenti, destinati a svolgere un ruolo centrale nel modello di governance di EssilorLuxottica".

Da queste dichiarazioni emergono i principali motivi che si nascondono dietro la fusione tra le due aziende.

2.4 Vantaggi previsionali emergenti dall'operazione di fusione del case study

Dietro la fusione tra Essilor e Luxottica, vi sono diversi drivers strategici. In questa sezione analizzeremo i principali vantaggi che sono stati previsti all'annuncio della fusione tra le due aziende, e che hanno funto da driver per il compimento dell'operazione.

Diversi motivi si nascondono dietro la complementarità tra le due aziende. Secondo gli analisti finanziari di Credit Suisse, infatti, l'operazione "ha maggior senso dal momento che coinvolge le due società più grandi nell'occhialeria con esperienze differenti nella catena di valore". Tali motivi vengono elencate approfonditamente di seguito.

Complementarità tra le Essilor e Luxottica

Il modello di business di EssilorLuxottica verticalmente integrato si basa sulla complementarità di due aziende all'avanguardia, nelle tecnologie per le lenti oftalmiche e nella produzione e distribuzione di montature di occhiali da vista e da sole iconici, per servire al meglio clienti, definendo nuovi standard nel settore dei prodotti per la cura della vista e nell'esperienza dei consumatori.

La fusione tra le due aziende andrebbe a vantaggio sia di Essilor che di Luxottica, permettendo all'azienda generata di essere presente in ogni segmento del settore dell'occhialeria e di aumentare i ricavi più velocemente rispetto al suo mercato di riferimento su scala globale.

L'operazione vale 50 miliardi di euro, con ricavi pro forma di oltre 16 miliardi di euro nel 2017 e circa 150.000 dipendenti. La massa critica verrebbe impiegata per conseguire la *mission* di EssilorLuxottica di eliminare i problemi di vista migliorando l'accesso e l'esperienza dei consumatori in tutte le sue linee di prodotti. EssilorLuxottica si trova in questo modo in una posizione ideale per cogliere le opportunità di crescita

che derivano dalla forte domanda del settore, e per favorire il potenziale di crescita sottostante del business, in particolare nei mercati meno serviti, permettendo nel lungo periodo un ulteriore incremento a livello globale del numero di clienti di occhiali e della loro disponibilità a pagare in quel settore.

L'operazione nasce infatti dall'esigenza, riportata in una nota del gruppo stesso, di incrementare la produzione vista la difficoltà a coprire la domanda, dovuta dal bisogno crescente di occhiali da vista e da sole, e dal desiderio dei consumatori per marchi riconosciuti. Con una scala più ampia, EssilorLuxottica aumenterebbe il proprio potere di mercato collocandosi in una posizione ideale per opportunità di crescita organica e di acquisizione. EssilorLuxottica potrebbe allargare notevolmente la propria copertura geografica e confini commerciali, accedere a ulteriori clienti, sfruttando i forti modelli di business di ciascuna azienda coinvolta.

Con la fusione fra le due società, da una parte Luxottica trae vantaggio dall'innovazione e dall'esperienza a livello mondiale di Essilor nella ricerca e sviluppo, nella produzione, personalizzazione e distribuzione di lenti oftalmiche, beneficiando del suo portafoglio di marchi proprietari, del suo know-how, delle competenze di Essilor nel settore dell'e-commerce e della sua ampia rete di vendita al dettaglio online, risparmiando in investimenti nel settore lenti per completare verticalmente la filiera, con spese inferiori rispetto i costi d'uso del mercato; dall'altra Essilor soddisfa la necessità di crescere nell'area occhiali da sole e montature, e di essere più indipendente dalla produzione di lenti, traendo vantaggio dall'esperienza che Luxottica ha costruito nell'innovazione, progettazione, produzione e distribuzione di occhiali di alta qualità, gestione del marchio, mercato al dettaglio e dall'ampio portafoglio di marchi di occhiali di proprietà.

La fusione riunisce *forze complementari*, *la capacità di innovazione, un portafoglio di marchi di alta qualità, produzione e catena di fornitura, know-how* e costituiscono le basi per le prestazioni sostenibili a lungo termine di EssilorLuxottica.

Ampliamento della copertura distributiva

Un altro punto di forza che si verrebbe a creare con la nascita di EssilorLuxottica è legato all'ampliamento della catena di approvvigionamento e distribuzione globale, comprendente una grande rete di negozi al dettaglio, di partner all'ingrosso e piattaforme online.

Il nuovo gruppo si aspetta di usare i canali complementari di vendita a loro vantaggio, per vendere una maggiore gamma di prodotti e per rafforzare la loro presenza nei mercati in via di sviluppo. La distribuzione all'ingrosso coprirebbe più di 150 paesi, fornendo il più alto livello di servizio clienti nel settore. Questo faciliterebbe ai clienti l'accesso diretto ai prodotti offerti, avvicinando i consumatori all'azienda, e agevolando l'azienda nella comprensione delle preferenze dei consumatori, grazie alla maggiore vicinanza con il consumatore finale.

L'ampliamento della copertura distributiva permetterebbe di mantenere uno stretto contatto con i distributori al fine di monitorare le vendite e la qualità dei punti vendita. La rete retail di EssilorLuxottica le consentirebbe di posizionarsi in maniera ottimale per servire ogni segmento del mercato assumendo una posizione da leader: una posizione unica per fornire occhiali a tutte le fasce di prezzo, attraverso molti canali diversi in tutto il mondo, a seconda delle esigenze dei consumatori.

Miglioramento qualità del prodotto finale

Ulteriore motivo alla base della fusione, è la possibilità di realizzare prodotti di qualità maggiore.

EssilorLuxottica, infatti, trarrebbe vantaggio dallo scambio di competenze e know-how tra le due aziende, e dalla piena integrazione verticale del proprio modello di business, che, grazie all'integrazione dei due prodotti quali montature e lenti, le consentirebbe di gestire in prima persona l'intero ciclo di vita del prodotto in ogni sua fase portando a

coerenza strategica, efficienza operativa e flessibilità, time to market e qualità del prodotto senza compromessi.

Maggiore solidità finanziaria

La fusione darebbe a EssilorLuxottica un profilo finanziario molto forte, consentendole di perseguire la crescita e gli investimenti in innovazione e cura della vista. L'indebitamento relativamente limitato di EssilorLuxottica rispetto ai propri guadagni e la forte generazione di flussi di cassa liberi le consentirebbero di sfruttare le future opportunità di investimento. Gli analisti hanno giudicato positivamente l'operazione: "Crediamo che l'integrazione verticale permetterà al nuovo gruppo di registrare una crescita e una profittabilità superiore al mercato nel medio periodo, con benefici particolari sul mercato statunitense dove Luxottica e Essilor sono i primi due player nella distribuzione del settore ottico." È prevista quindi un'importante crescita dei profitti per la società EssilorLuxottica.

Aspettative e risultati attesi dalle sinergie ed alleanze

All'annuncio della fusione, l'azienda ha dichiarato una serie di sinergie attese dall'operazione, mostrate a seguire dettagliatamente.

EssilorLuxottica, infatti, ha stimato la creazione di valore attraverso sinergie di ricavi e costi, con un contributo netto annuo stimato di 420-600 milioni di euro a livello di EBIT nel medio termine (entro il 2023), per poi accelerare nel lungo termine. Sono state stimate sinergie di costo di circa 220-300 milioni di euro quale risultato dell'ottimizzazione della catena di fornitura, delle spese generali e amministrative e dei minori costi di approvvigionamento.

Di tale incremento, le aspettative aziendali risulterebbero per un ammontare di 70-100 milioni dalla riduzione dei costi d'acquisto e dal risparmio di spese generali e amministrative, attraverso la semplificazione e la razionalizzazione dei processi e

dell'organizzazione e 150-200 milioni di euro relativo a benefici netti sull'EBIT annuo, derivanti:

- dall'ottimizzazione della catena di approvvigionamento attraverso l'integrazione e lo snellimento della rete di laboratori;
- dal miglioramento dell'organizzazione dei centri di distribuzione e della logistica.

Sono state stimate sinergie di ricavi di circa 200-300 milioni di euro, derivanti dalla capacità di EssilorLuxottica di sviluppare nuovi prodotti facendo leva sull'integrazione tra montature e lenti, di servire meglio l'intero settore attraverso una maggiore capillarità distributiva e una piattaforma logistica più efficiente, di guidare uno sviluppo favorevole del mercato, di accelerare lo sviluppo dei mercati emergenti, di rafforzare il business e-commerce, di aumentare la penetrazione degli occhiali da sole anche con lenti graduate, e di sensibilizzare i consumatori sull'importanza di correggere e proteggere la vista, rispondendo anche al loro desiderio di esprimere il proprio stile personale con marchi riconosciuti.

A seguire vengono descritte minuziosamente le varie fonti che potrebbero generare le sinergie di ricavi.

Crescita nell'innovazione: Sviluppo nuovi prodotti e miglioramenti di vecchi

Entrambe le aziende sono caratterizzate da una forte dedizione nella ricerca e nello sviluppo di prodotti all'avanguardia, che ha portato negli anni l'introduzione di numerose innovazioni sul mercato. La fusione permette quindi alle aziende di unire le proprie forze nella ricerca e sviluppo, sfruttando la loro complementarità, il know-how delle due aziende per rimanere i numeri uno e per realizzare prodotti sempre più tecnologici.

L'esperienza di Essilor nella ricerca e sviluppo di nuove soluzioni per la vista, e la propria catena di fornitura all'avanguardia, contribuirebbero a posizionare

EssilorLuxottica come leader nell'innovazione nell'industria ottica. Allo stesso tempo, l'esperienza del personale e del fondatore di Luxottica permetterebbe a EssilorLuxottica di migliorare l'esperienza del consumatore, apportando una visione e un'esperienza inestimabile nel potenziamento dei marchi globali. In questo modo il nuovo gruppo otterrà delle soluzioni più vantaggiose economicamente.

Grazie all'esperienza combinata in lenti e montature, all'innovazione, agli sforzi combinati di ricerca e sviluppo, e alla maggiore cooperazione tra le varie fasi nello sviluppo del prodotto, EssilorLuxottica avrebbe le competenze e risorse finanziarie e non, per generare migliorie nei prodotti e crearne dei nuovi ottimizzando l'interazione tra montature e lenti, introducendo nuovi stili e design, indirizzando o ispirando le nuove preferenze dei consumatori, riducendo i costi di cura e aumentando l'accesso in tutto il mondo.

Maggiore capacità distributiva e sviluppo nei mercati emergenti

La fusione tra le due aziende porterebbe ad un'integrazione delle rispettive catene di approvvigionamento e di distribuzione, e di conseguenza, ad una copertura geografica più ampia, generando un aumento dei ricavi.

L'integrazione del processo produttivo porterebbe ad un migliore coordinamento tra le varie fasi, dalla produzione alla consegna finale, consentendo di consegnare il prodotto all'utente finale in modo più efficiente e con una maggiore qualità, dato il pieno controllo sull'intero ciclo di vita.

L'ampia catena distribuzione di EssilorLuxottica dovrebbe far sì che, da un lato, nei mercati principali il prodotto arrivi direttamente a casa del cliente, dall'altro dovrebbe anche rendere la consegna economicamente più accessibile nei mercati emergenti che sono poco serviti.

La presenza geografica più ampia a livello globale da parte di EssilorLuxottica le consentirebbe di rafforzarsi nei mercati emergenti ancora poco serviti. Sono stati

stimati circa tre miliardi di persone nella classe media in Asia, Africa e America Latina che avranno bisogno di prodotti per la vista *entry level* per migliorare la propria vita nei prossimi anni; inoltre, si prevede che la domanda in questi mercati di prodotti premium di qualità tra i clienti facoltosi crescerà rapidamente. Questi mercati in via di sviluppo sono destinati a diventare un importante motore di crescita nei prossimi anni.

Rafforzamento del business e-commerce

La fusione di EssilorLuxottica dovrebbe inoltre condurre ad una crescita delle sue piattaforme digitali, la cui integrazione con piattaforme di terze parti consentirebbe un incremento sostanziale dei ricavi. Tutto ciò è dovuto alla maggior facilità di EssilorLuxottica di accedere ad un numero più alto di consumatori, i quali si rivolgono sempre di più all'*e-commerce* e di coinvolgerli maggiormente garantendogli una maggiore attenzione e dando l'opportunità attraverso le piattaforme proprietarie di customizzare il prodotto.

Il canale di vendita online consentirebbe a EssilorLuxottica di cogliere più facilmente i bisogni e i gusti dei consumatori. La combinazione dei canali di vendita online e di vendita al dettaglio fisico creerebbe potenti canali che consentono la fluidità dei consumatori da online a offline e viceversa.

Maggior penetrazione degli occhiali da sole, maggior coinvolgimento del consumatore

Cresce sempre di più in tutto il mondo la consapevolezza del bisogno di proteggere la vista. L'aumento della domanda anche nei mercati meno sviluppati rappresenta una grande opportunità di crescita organica per EssilorLuxottica la quale, grazie al solido portafoglio di montature di Luxottica e all'esperienza nelle lenti di Essilor, sarebbe ben posizionata per beneficiare di tale crescita.

EssilorLuxottica avrebbe anche lo scopo di sensibilizzare e raggiungere i consumatori nelle varie parti del mondo, per quanto riguarda le loro esigenze di correzione e

protezione della vista. L'intento è di fornire al consumatore un'esperienza completa del marchio, fornendo esami oculistici, prescrizioni aggiornate, e consentendo ai clienti di acquistare più prodotti su misura per soddisfare tutte le loro esigenze di vista e stile.

2.5 "Effetti annuncio" sui media

La rilevanza della fusione tra le aziende Essilor e Luxottica ha fatto sì che, il giorno dell'annuncio, i media abbiano riportato la notizia con grande entusiasmo. Di seguito sono esposti estratti di articoli di giornale, con lo scopo di riportare diversi punti di vista riguardanti le diverse aspettative, e per testimoniare la grande positività e fiducia nei confronti di tale fusione. La maggior parte di tali articoli evidenziano l'importanza della complementarità tra le due aziende:

"Combinando Essilor e Luxottica, infatti, il nuovo gruppo si troverebbe in una posizione di primo piano per proporre un'offerta completa, capace di coniugare un forte portafoglio marchi, capacità distributiva globale e competenze complementari nelle lenti oftalmiche, nelle montature da vista e negli occhiali da sole"

(il Corriere, 2017)

"L'operazione unisce le due più grandi compagnie del settore, ciascuna forte di competenze specifiche e complementari, dando vita a un gruppo integrato verticalmente che secondo gli analisti di Goldman Sachs potrà tornare a crescere più del mercato."

(fanpage.it, 2017)

"La mossa annunciata ieri è una win-win situation per i due gruppi coinvolti. Con l'aggregazione fra le due realtà, da una parte Luxottica risparmierà in investimenti nel settore lenti per completare verticalmente la filiera, dall'altra Essilor ha colmato la necessità di crescere nell'area occhiali da sole e montature. I due gruppi avrebbero dovuto, infatti, cercare strade nuove per continuare a competere a livello globale. Ora uniranno le forze anche nella ricerca e sviluppo per rimanere i numeri uno"

(il sole 24ore, 2017)

Da questi estratti è evidente come la complementarità tra le due aziende venga vista come elemento fondamentale per il successo della azienda e come la fusione venga vista come una soluzione per continuare a competere ad alti livelli.

La fusione è percepita con grande positività: "L'accordo è in grado di cambiare la dinamica dell'industria degli occhiali, un mercato da 90 miliardi di euro, considerato uno dei settori a più forte crescita. Secondo gli analisti, le prospettive per l'industria sono infatti "ottimistiche", con il settore previsto in crescita di oltre il 2% fino al 2020. A spingere le vendite è il cambiamento demografico, soprattutto in Asia." (La Repubblica,2017).

Tale ottimismo è legato quindi alla grande possibilità di crescita del settore, oltre alla grande e diversa esperienza tra le due aziende, come riporta rainews.it: "Gli analisti ritengono da tempo che una fusione fra Essilor e Luxottica sarebbe stata positiva, offrendo un piano di successione per il gruppo, considerati i 20 anni di differenza di età fra Del Vecchio e Sagnieres."

2.6 Le reazioni finanziarie del mercato all'annuncio

Leonardo Del Vecchio, Presidente di Delfin e Presidente Esecutivo di Luxottica, in occasione dell'annuncio dell'operazione ha commentato: "… Con questa operazione si concretizza il mio sogno di dare vita ad un campione nel settore dell'ottica totalmente integrato ed eccellente in ogni sua parte. … Finalmente, dopo cinquanta anni di attesa, due parti naturalmente complementari, montature e lenti, verranno progettate, realizzate e distribuite sotto lo stesso tetto…". A seguito di questa comunicazione, a Piazza Affari, il 16 gennaio 2017, giorno in cui la notizia della fusione tra le due aziende è stata annunciata, il mercato ha festeggiato l'annuncio trascinando al rialzo i titoli; il titolo di Luxottica ha preso il volo arrivando a guadagnare il 13,5%, per poi chiudere a +8,25% a 53,65 euro per azione, mentre Essilor ha concluso in rialzo del 11,85% a 114,20 euro per azione. È stato quindi positivo il giudizio degli analisti, i quali hanno risposto con favore all'annuncio della nascita di un gruppo in grado di realizzare sinergie in ragione della complementarità dei due gruppi e di affrontare le criticità future del mercato.

2.7 L'avvio dell'operazione di fusione

Il 1º ottobre 2018 Delfin S.à.r.l, l'azionista di maggioranza di Luxottica Group S.p.A. ed Essilor International, annuncia il completamento della combinazione tra Essilor e Luxottica, che ha portato alla nascita un colosso valutato 24.1 miliardi con 16 miliardi di euro di ricavi e 57 miliardi di capitalizzazione. L'accordo ha soddisfatto tutte le condizioni di chiusura, compresa l'approvazione da parte degli azionisti di Essilor nel maggio del 2017, del conferimento della quasi totalità delle attività di Essilor a Essilor International SAS (una società interamente controllata da Essilor) nel novembre 2017,

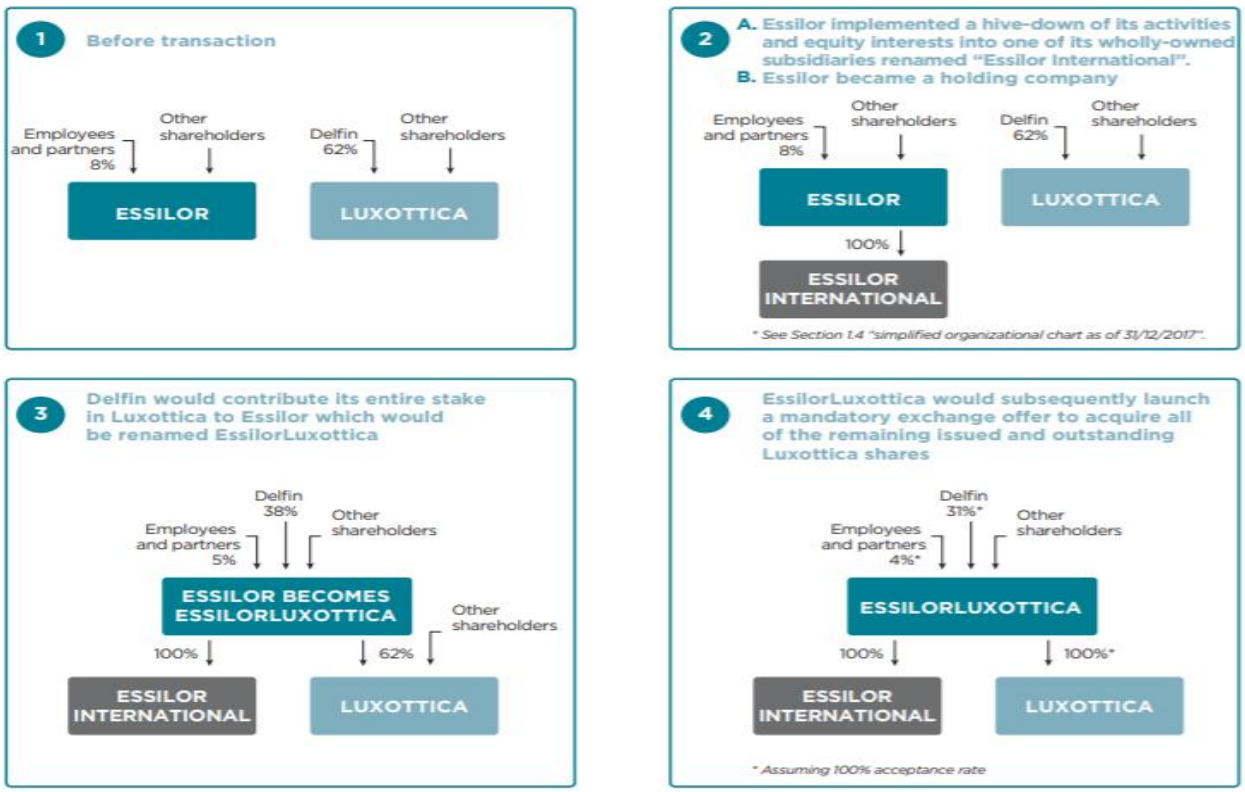
e l'approvazione da parte delle autorità antitrust. Tramite un'Ops, con il conferimento in Essilor da parte di Delfin della partecipazione detenuta in Luxottica, pari a circa il 62,42% del capitale, a fronte dell'assegnazione di azioni Essilor di nuova emissione sulla base di un rapporto di concambio di 0,461 azioni Essilor per ciascuna azione Luxottica, Essilor è diventata quindi la società madre di Luxottica ed è stata rinominata EssilorLuxottica. A titolo di corrispettivo per il conferimento da parte di Delfin della propria partecipazione in Luxottica in Essilor, quest'ultima ha emesso 139.703.301 nuove azioni ordinarie attraverso un aumento di capitale, con esclusione del diritto di opzione, come approvato dagli azionisti di Essilor nel maggio 2017. A seguito del conferimento, EssilorLuxottica ha un capitale sociale costituito precisamente da 358.840.853 azioni.

I propri azionisti principali sono Delfin (38,93% del capitale, con diritti di voto limitati al 31%) e i dipendenti di EssilorLuxottica (4,9%), con il restante 56,8% delle azioni detenute dal pubblico; a partire dal 2 ottobre, le azioni di EssilorLuxottica sono state quotate su Euronext Paris. EssilorLuxottica ha lanciato successivamente un'Offerta Pubblica di Scambio per la restante parte delle azioni di Luxottica in circolazione (pari al 36,33% del capitale del Gruppo italiano) a fronte dell'assegnazione di azioni di nuova emissione sulla base di un rapporto di concambio di 0,4613 azioni EssilorLuxottica per ciascuna azione Luxottica. Il 28 novembre, al termine del periodo di Offerta, sono state portate in adesione azioni rappresentative del 29,64% del capitale di Luxottica, a fronte dell'emissione e alla contestuale ammissione alla negoziazione all'Euronext Paris di oltre 66,3 milioni di nuove azioni di EssilorLuxottica, che è così giunta a detenere il 92,05% del Gruppo italiano.

Il 12 dicembre EssilorLuxottica ha promosso un'Offerta di Acquisto obbligatoria sui titoli di Luxottica non ancora in suo possesso, pari al 6,7% del capitale della società. Il 18 gennaio 2019 EssilorLuxottica ha superato la soglia del 95% del capitale sociale di Luxottica e ha avviato una procedura di "*squeeze-out*" che si è conclusa il 5 marzo 2019.

A seguito della procedura di "*squeeze-out*", tutte le rimanenti azioni Luxottica in circolazione sono stati trasferiti a EssilorLuxottica in cambio di un corrispettivo in azioni o in contanti, e ha condotto al *delisting* dei titoli del Gruppo italiano dai listini di Borsa Italiana. A seguito dell'offerta di scambio obbligatoria e della procedura di "*squeeze-out*", la partecipazione detenuta da Delfin in EssilorLuxottica è diminuita dall'iniziale 38,93% a 32,05% del capitale sociale di EssilorLuxottica (il diritto di voto è limitato al 31% per ogni azionista).

Grafico 2.1: Composizione partecipativa prima e dopo l'operazione di fusione



Fonte: (Universal Registration Document, 2018)

2.8 Risultanze operative e di governance successive all'operazione di fusione

A un anno dalla chiusura dell'operazione di fusione, è già possibile cominciare a trarre delle conclusioni sull'andamento della performance del nuovo gruppo formatosi. Nei paragrafi successivi verificheremo se le previsioni stimate e annunciate prima dell'operazione siano corrispondenti alla reale risposta del mercato dopo la fusione e quindi se essa sia stata una scelta strategicamente vincente o sbagliata. Verificheremo quindi se c'è coerenza o meno sia dal punto di vista qualitativo che quantitativo tra quanto previsto all'annuncio della fusione con quanto si è effettivamente realizzato a seguito dell'operazione.

2.8.1 Analisi qualitativa

In questa sezione, vedremo come la *mission* di EssilorLuxottica guidi la sua strategia e come i vari progetti e azioni intraprese dalla compagnia siano coerenti con quanto annunciato. Noteremo anche come nel 2020, anno della pandemia di Covid19, il Gruppo EssilorLuxottica abbia continuato a perseguire queste azioni, seppur in maniera più limitata rispetto all'anno precedente. In primis, è evidente come EssilorLuxottica rimanga impegnata nell'elevare l'importanza della buona visione sia come diritto umano fondamentale, sia come leva chiave per lo sviluppo globale. L'impegno mostrato negli anni viene presentato dettagliatamente di seguito.

Eliminazione dei problemi di vista e maggiore sensibilizzazione dei consumatori

Nel 2019, Essilor ha intrapreso una serie di progetti coerentemente con la *mission*. In primis, per raggiungere l'obiettivo di eliminare i problemi di vista nei Paesi meno sviluppati, Essilor ha espanso i suoi programmi aziendali filantropici in diversi Paesi.

Ad esempio, in Bhutan, dove il 25% della popolazione soffre di errori di rifrazione non corretti e gran parte della popolazione è a rischio di esposizione ai raggi UVA/UVB a causa dell'alta quota, Essilor e il governo reale hanno lanciato ufficialmente la loro collaborazione per rendere il Bhutan il primo Paese al mondo a debellare i problemi di vista. Sono stati consegnati fino ad oggi 30.000 paia di occhiali grazie anche al programma "Bhutan School Sight", che offre agli studenti esami della vista e occhiali se necessari.

In India, più di 143.000 persone sono state sottoposte a screening per mettere la regione di Doddaballapura sulla buona strada per eliminare i problemi di vista entro il 2021.

In Nepal, Essilor ha firmato una lettera di intenti per fornire accesso alle cure oculistiche ai 350.000 residenti del distretto di Bhaktapur.

In Cina, l'azienda ha lavorato con la contea di Huoqiu per eliminare i problemi di vista nella contea entro tre anni.

Sono state inoltre avviate partnership con diversi stati come la Francia, il Kenya e l'India per promuovere esami oculistici e sensibilizzare sull'importanza della salute visiva nelle scuole o tra i bambini svantaggiati.

L'attività 2.5 di New Vision Generation di Essilor ha raggiunto il traguardo di dotare di occhiali 10 milioni di persone provenienti da comunità difficilmente raggiungibili solo nel primo trimestre del 2019. Le innovazioni, in termini di distribuzione e tecnologia fornite attraverso Eye Mitra, e la rete di esperti in cure oculistiche primarie, hanno avuto un ruolo chiave nel raggiungere questo traguardo. Per rendere lo screening oculistico disponibile a tutti, Essilor ha sviluppato nuove tecnologie di rifrazione e ha lanciato i nuovi occhiali da vista "Ready2Clip Generation II" che possono essere dispensati sul posto. Con questi occhiali innovativi è possibile effettuare una scelta di diversi tipi di montatura e lenti correttive pronte per il montaggio, consentendo di preparare e distribuire un paio di occhiali sul posto, correggendo la vista anche nelle aree più isolate.

EssilorLuxottica fornisce esami visivi gratuiti, occhiali da vista e da sole grazie al supporto di Vision For Life, One sight ed Essilor Vision Foundation. Solo nel 2019, ha offerto soluzioni per la vista a 10,7 milioni di nuovi portatori di occhiali, tanto da aver fatto guadagnare a EssilorLuxottica il 17° posto nell'elenco annuale Change the World di Fortune Magazine. Inoltre, ha tenuto presentazioni in varie parti del mondo per sensibilizzare maggiormente le persone sulla buona vista.

Questi progetti sono stati proseguiti da EssilorLuxottica anche nel 2020, portandola a guadagnarsi un posto nella classifica dei "Diversity Leaders" del Financial Times, a conferma degli sforzi per creare una comunità inclusiva in tutte le aree geografiche nelle quali opera. Nel 2020, infatti, nonostante il momento difficile dovuto alla pandemia di Covid19, EssilorLuxottica ha continuato a rafforzare la propria *mission* di "aiutare il mondo a vedere meglio, vivere meglio e godere appieno della vita". Tra le varie iniziative, a febbraio l'azienda si è impegnata a donare 1 milione di occhiali da vista e da sole al Fondo per la sicurezza stradale delle Nazioni Unite (UNSRF). Sia Essilor che Luxottica hanno lanciato campagne di sensibilizzazione attraverso anche l'uso dei social. Ad esempio, negli Stati Uniti, FGX International, controllata del Gruppo Essilor specializzata negli occhiali da lettura e in occhiali da sole non graduati, ha avviato una collaborazione con l'attrice Kat Graham, per promuovere l'importanza della salute degli occhi, attraverso dei post dedicati sui suoi profili social. Dal canto suo, Essilor ha rinnovato il suo sito web www.putvisionfirst.com, in cui offre informazioni utili sull'esposizione alla luce e sulla protezione degli occhi in undici lingue, e offre test di screening visivo pensati per essere effettuati anche tramite dispositivi mobili.

Per la prima volta, Essilor e Luxottica hanno lanciato congiuntamente una campagna di raccolta fondi rivolta ai clienti, facendo leva sulla rete dei circa 60 negozi LensCrafters in Cina, con l'obiettivo di offrire esami della vista gratuiti a più di 10.000 bambini che vivono nella contea di Chenduo.

In India, la Essilor Vision Foundation (EVF) ha collaborato con diversi ospedali specializzati nella cura della vista per condurre screening gratuiti per circa 4.000 persone in difficoltà. In India è stato sperimentato un modello di consegna a domicilio, dove i clienti possono programmare screening della vista a domicilio facilitati dal teleconsulto.

In Italia, a tutti i clienti Salmoiraghi & Viganò che hanno acquistato un paio di occhiali graduati da sole o da vista fino al 1° novembre 2020 è stato rimborsato il costo della visita oculistica attraverso il "Bonus Prevenzione".

In Bangladesh, il programma Eye Mitra è stato ampliato per formare oltre 1.000 fornitori di assistenza oculistica di base nei due anni successivi.

Dal canto suo, OneSight ha completato il centro per le cure oculistiche in Ruanda nel 2020, dove ora il 100% delle popolazioni in difficoltà è in grado di raggiungere un centro per la cura della vista entro un giorno di viaggio.

Il BoP Innovation Lab ha anche sviluppato ClickCheck, un dispositivo di screening della vista a basso costo. EssilorLuxottica ha fornito cure per la vista gratuite a 1,5 milioni di persone nel 2020.

Nel 2021 EssilorLuxottica continua ad intraprendere varie iniziative in linea con la propria *mission*. In particolare, nel primo semestre del 2021, la Società ha formato oltre 650 imprenditori affinché fossero in grado di fornire cure oculistiche primarie nelle comunità di riferimento, ha istituito quattro nuovi centri oculistici OneSight, garantito accesso a cure oculistiche a oltre 20 milioni di persone e creato solo nel primo semestre del 2021 oltre 3 milioni di nuovi consumatori.

Crescita innovazione: Nuovi prodotti e migliorie nei vecchi

EssilorLuxottica, inoltre, coerentemente con la propria visione, ha sia ampliato la diffusione di prodotti presenti in alcuni Paesi su scala globale, che introdotto nuovi. In

tale paragrafo sono descritti i principali prodotti sviluppati dall'azienda e le migliorie effettuate dalla fusione ad oggi.

Nel 2019 è stata effettuata da Essilor un'intensa ricerca nel fornire prodotti innovativi, che ha portato ad una forte crescita nel 2019, alimentata dal lancio e dalla commercializzazione di alcuni importanti nuovi prodotti nel corso dell'anno, come:

- le lenti Eyezen Start, una linea di lenti per utenti di computer, tablet, smartphone e altri dispositivi connessi. Questo nuovo prodotto utilizza una tecnologia rivoluzionaria per ottimizzare la visione quando si utilizzano dispositivi digitali e consente la visualizzazione ad alta definizione in tutte le direzioni;
- Visioffice X, uno strumento per la personalizzazione delle lenti nei negozi di ottica, e il forottero Vision-R 800. Quest'ultimo cambia radicalmente il processo di esame della vista e l'esperienza del cliente. Oltre a rivoluzionare l'optometria, Vision-R 800 apre la strada a lenti oftalmiche con una precisione molto maggiore;
- i team di Operations e Global Engineering si sono mobilitati per supportare il lancio di nuovi prodotti nel 2019 come il lancio della nuova lente fotocromatica Transitions Signature Gen 8.

Nel corso degli anni 2019 e 2020 è stata inoltre ampliata la gamma di lenti che offrono protezione dai raggi UV e dalla dannosa luce blu-violetta. Essilor ha lavorato durante l'anno anche per ampliare ulteriormente la gamma Eyezen di lenti mono focali per la vita connessa, che ha poi avuto un rapido sviluppo nel 2020. Un momento clou dell'anno è stato anche il lancio globale di Zaffiro Crizal 360º lente, lanciato negli Stati Uniti a settembre 2017, in Europa e America Latina nel 2018 e in Asia e nel resto del mondo nel 2019.

Dal canto suo Luxottica, per soddisfare le esigenze sempre più ampie, i gusti e le tendenze dei consumatori durante il 2019, ha aggiunto circa 1.900 nuovi stili alle sue collezioni di occhiali.

Essilor ha continuato anche nel 2020, nonostante la pandemia, ad innovare lanciando nuovi prodotti e ampliando la diffusione di altri già affermati. Il 2020 è stato caratterizzato dal lancio di:

- Varilux® Comfort max, che ha avuto successo in 15 mercati chiave a livello globale, inclusi gli Stati Uniti, Canada, Corea del Sud e diversi paesi europei. Questa lente utilizza la tecnologia Xtend per risolvere un problema ricorrente e comune con la maggior parte delle lenti progressive, ovvero la necessità per i portatori di muovere la testa per trovare l'angolo giusto per una visione ottimale. Consente a chi lo indossa di vedere chiaramente a diverse distanze;
- Crizal Rock, lenti con una qualità mai vista prima in un prodotto Crizal;
- la lente Stellest in Cina, lenti per occhiali per combattere la progressione della miopia per i bambini. Stellest è stato lanciato attraverso centinaia di ospedali oculistici in Cina nel 2020.

L'azienda ha arricchito la sua pipeline di innovazione includendo *Ray-Ban Authentic*, il prodotto che integra per la prima volta il marchio di occhiali più amato con le lenti avanzate di Essilor. Il lancio è avvenuto il 12 gennaio 2021 negli Stati Uniti.

Essilor, dopo il lancio in Nord America di Transitions Signature GEN 8 nel 2019, lo ha lanciato su scala globale, e a ha rilanciato con successo a livello mondiale il suo principale prodotto anti-appannamento Optifog nel 2020.

Durante l'anno 2020, Essilor ha richiesto 173 nuovi brevetti e 142 nuovi marchi contro i 129 nuovi brevetti e 203 nuovi marchi chiesti nel 2019, a testimonianza dell'impegno mostrato nell'innovazione e sviluppo di nuovi prodotti. Si contano complessivamente oltre 11000 *patents* e design nel 2020, 10000 nel 2019 e 9000 del 2018.

Il 2021 è stato caratterizzato anche dal lancio del sistema di rifrazione *Vision-R 700* che rivoluziona il processo di rifrazione, migliora la produttività dello studio e migliora l'esperienza del paziente. Grazie agli algoritmi automatizzati Smart l'optometrista non

ha bisogno di essere nelle vicinanze del paziente per regolare la distanza pupillare monoculare o la distanza del vertice e la posizione del paziente è facilmente monitorabile.

Da questa analisi dettagliata, si evince l'intensa attività di innovazione che ha caratterizzato e caratterizza la Società EssilorLuxottica e che ha portato allo sviluppo di prodotti di alta qualità, come la linea *Ray-Ban Authentic,* grazie all'unione del know-how delle due imprese.

L'operazione di fusione nasce anche dall'esigenza di incrementare la produzione, vista la difficoltà nel coprire la domanda. Esigenza che si è rafforzata a seguito della pandemia, a causa dell'aumento del tempo trascorso davanti ad uno schermo, che ha provocato un numero crescente di disturbi oftalmici e casi di sindrome da visione artificiale (CVS) e ha generato una maggiore consapevolezza sulla necessità di prendersi cura dei propri occhi. Nel paragrafo seguente vengono mostrati le azioni intraprese dalla società per ampliare la capacità produttiva.

Maggiore capacità produttiva e processo di integrazione

Essilor si è concentrata sull'espansione della capacità in alcune strutture, in particolare nella creazione di una nuova linea di produzione di lenti fotocromatiche nelle Filippine, nell'aumento della capacità produttiva di lenti ad alto indice in Vietnam, nell' aumento della capacità produttiva di semilavorati e lenti in policarbonato in Laos.

La Società ha inoltre intensificato i propri investimenti nell'integrazione delle nuove tecnologie nei laboratori che gestiscono volumi elevati. Dodici laboratori tra gli Stati Uniti e l'Europa sono stati attrezzati nel corso dell'anno con nuove linee di superficie che includono macchine per il bloccaggio con tecnologia Alloy Replacement Technology (ART) e una tecnologia automatica per la superficie delle lenti, la lucidatura e l'ispezione ottica. Progetti simili sono stati avviati anche in alcuni paesi asiatici. Luxottica, inoltre, ha aumentato la sua capacità produttiva con l'aggiunta di

nuovi laboratori. Nel 2019 la sua produzione mondiale ha raggiunto circa 91 milioni di unità (87 milioni nel 2018).

Ampliamento rete di distribuzione

Un'ulteriore conseguenza della fusione tra Essilor e Luxottica è stato l'ampliamento della rete di distribuzione che ha portato il Gruppo a coprire più di 150 paesi nei cinque continenti.

Luxottica nel 2019 presenta un'ampia rete di vendita al dettaglio composta da oltre 9.200 negozi in tutto il mondo, in particolare il 31 dicembre 2019 l'attività di *retail* di Luxottica consisteva in 9235 negozi e punti vendita, in aumento rispetto ai 9126 nel 2018. I Paesi nell'Europa continentale, nel 2019, sono stati caratterizzati da nuove aperture di store di successo nel corso dell'anno. A seguito della pandemia il numero totale dei negozi ha subito però una leggera riduzione nel 2020, ma allo stesso tempo si sono amplificate le vendite online, in particolar modo nel 2021, raggiungendo un numero maggiore di consumatori.

Un altro motivo alla base della fusione è stato quello di potenziare il potere di mercato del Gruppo per favorire la sua posizione sul mercato e di conseguenza la sua crescita. Vedremo di seguito come la stabilità e il potere di mercato raggiunto dalla società EssilorLuxottica abbia favorito la sua crescita organica e non.

Crescita organica e inorganica

Grazie alla stabilità finanziaria e non, EssilorLuxottica ha portato a completamento ben 29 transazioni nel 2019, con un fatturato annuo di quasi 218 milioni di euro, in linea con la strategia di acquisizioni. Il suo percorso di crescita è stato caratterizzato da diverse acquisizioni mirate come quella di Barberini in Italia e Brille24 in Germania, mostrate nel *grafico 2.2*. Nel luglio del 2019 EssilorLuxottica ha annunciato l'acquisizione di GrandVision, una società leader mondiale nel retail ottico, che viene

poi completata il 29 giugno del 2021 mentre nell'agosto 2019, Luxottica ha completato l'acquisizione di Barberini, leader mondiale nella produzione di lenti da sole in vetro ottico. Essilor dal canto suo, dopo aver acquistato gli asset del laboratorio di Devlyn Holdings, ha firmato un contratto di fornitura con Opticas Devlyn, la catena di ottica leader in Messico, che ha dato impulso alla crescita a cambi costanti.

Grafico 2.2

Company	Country	Business	Full-year revenue	% held	Consolidated from
WHOLESALE					
Barberini	Italy	Optical glass sun lens manufacturer	€85 million [1]	100%	September 2019
LENSES & OPTICAL INSTRUMENTS – LATIN AMERICA					
Devlyn	Mexico	Integrated prescription laboratory operating optical stores	€13 million	100%	July 2019
SUNGLASSES & READERS					
Future	Sweden	Distribution Sun & Readers	€14 million	100%	November 2019
ONLINE					
Brille 24	Germany	Online retail platform for optical products	€25 million	100%	April 2019
INSTRUMENTS					
Optimed	Australia & New Zealand	Distribution of Ophthalmic Instruments	€11 million	75%	September 2019

(1) Barberini S.p.A. annual consolidated revenue on a stand-alone basis, as disclosed at the time of the announcement of the acquisition (on June 22, 2019), which does not represent the net contribution to the EssilorLuxottica group's turnover.

(*Universal Registration Document, 2019)*

Questo grafico mostra le principali acquisizioni effettuate nell'anno 2019.

Per quanto riguarda il 2020, EssilorLuxottica ha proseguito la sua crescita attraverso varie acquisizioni e partnership in linea con la propria strategia, ma in numero nettamente inferiore rispetto l'anno passato, a causa delle avversità che l'azienda ha dovuto affrontare durante la pandemia. In particolare, il numero delle transazioni completate ammonta a 6, con un ricavo annuo attorno ai 95 milioni.

Il 16 settembre 2020 EssilorLuxottica e Facebook hanno annunciato una collaborazione pluriennale per sviluppare occhiali smart, che ha portato al lancio del primo prodotto nel settembre del 2021. La partnership ha unito le competenze

tecnologiche di Facebook con Luxottica, leadership di marchi di occhiali iconici, ed Essilor, leader nel segmento delle lenti.

Il 2021 è caratterizzato anche dalla conclusione dell'acquisizione di GrandVision, segnando il completamento di un progetto iniziato nel 2019 che combina i tre principali leader del settore in un unico gruppo, con l'obiettivo di elevare gli standard di *eyecare* ed *eyewear*, ed aumentare la consapevolezza e accesso a cure oculistiche di qualità per tutti i consumatori.

Il 3 febbraio 2021, EssilorLuxottica e CooperCompanies hanno annunciato di aver stipulato un accordo per creare una joint venture 50/50 per l'acquisizione di SightGlass Vision, una società statunitense impegnata nello sviluppo di lenti da vista innovative per ridurre la progressione della miopia tra i bambini. La partnership permette alla società EssilorLuxottica di espandersi nel mercato multimiliardario della miopia infantile.

Inoltre, la prima metà del 2021 è stata caratterizzata da un ulteriore annuncio avvenuto il 25 marzo, quando EssilorLuxottica ha annunciato un accordo per l'acquisizione della rete Walman, un laboratorio con sede negli Stati Uniti, che permette di rafforzare ulteriormente la posizione del gruppo nel mercato statunitense.

Tutte queste iniziative sono state intraprese da EssilorLuxottica coerentemente con la propria *mission* di migliorare l'accesso alle cure della vista e con la sua strategia nel consolidare ancora di più la sua posizione nel mercato e nello sbloccare il potenziale di crescita del settore dell'occhialeria e dell'ottica, migliorando la qualità dei prodotti, rafforzando le opportunità di innovazione, espandendo la sua rete di negozi e la sua rete online, al fine di raggiungere un numero maggiore di clienti.

Potenziamento canali online

In linea con quanto precedentemente auspicato, in seguito alla fusione avviene inoltre un potenziamento dei canali online, effetto avvenuto anche grazie a nuove acquisizioni

di piattaforme online, come Brille 24. Per dimostrate ciò, in tale paragrafo vengono riportati risultati significativi.

Luxottica, infatti, ha investito e continua ad investire nell'aumento della sua presenza nell'e-commerce ottico. Le piattaforme e-commerce di proprietà, che rappresentano circa il 5% del fatturato consolidato, sono cresciute del 16% a cambi costanti rispetto il 2018, con un trend positivo su tutti i principali siti e in tutte le aree geografiche. Un incremento che è cresciuto negli anni, portando l'e-commerce nel 2020 ad un aumento del 40% rispetto al 2019 a cambi costanti, e del 66% a cambi costanti nel primo trimestre del 2021, raggiungendo il 9% del fatturato totale della Società.

Espansione mercati emergenti

Tra gli obiettivi prefissati all'annuncio della fusione tra Essilor e Luxottica vi era anche la volontà delle aziende di espandersi nei Paesi in via di sviluppo. A seguire vengono riportati i dati a testimonianza delle attività di espansione intraprese dal Gruppo.

I laboratori di prescrizione locali di Essilor hanno subito un incremento passando da 449 nel 2019 a 490 nel 2020, con un incremento soprattutto nei Paesi meno sviluppati. Su base geografica e a cambi costanti, i mercati emergenti[1] nel 2019 sono cresciuti dell'8,5% e rappresentano quasi il 20% delle vendite; l'Europa è cresciuta del 5,1% e il Nord America del 3,1%, in linea con la crescita del mercato globale. Questa crescita ha subito un arresto nel 2020, in quanto proprio questi Paesi sono quelli che hanno subito gli effetti maggiori derivanti dalla pandemia, anche se nel secondo semestre si è vista una netta ripresa che ha permesso di registrare nel primo semestre del 2021 una crescita evidente in questi Paesi.

[1] Mercati Emergenti: includono Cina, India, ASEAN, Corea del Sud, Hong Kong, Taiwan, Africa, Medio Oriente, Russia e America Latina.

Minimizzare gli impatti degli impianti industriali

Il progetto di sostenibilità è uno dei pilastri della visione strategica di EssilorLuxottica. Nel corso degli anni, coerentemente con il processo di integrazione, la creazione del programma di sostenibilità globale della Società ha continuato a far leva sulle basi delle strategie, delle roadmap e dei risultati di sviluppo sostenibile di Essilor e Luxottica.

Infatti, per ridurre gli sprechi coerentemente con quanto annunciato, le nuove iniziative intraprese dalla Società sono state importanti. Nel 2019, gli stabilimenti produttivi di Essilor hanno proseguito gli sforzi per ridurre il consumo di acqua ed energia, in linea con gli obiettivi dell'azienda annunciati nel 2017 di raggiungere entro il 2020 una riduzione del 20% dell'uso di acqua per lente prodotta e un taglio del 15% intensità energetica per lente prodotta rispetto ai livelli 2015. Un mezzo per raggiungere tali obiettivi è stata la fusione con EssilorLuxottica, che ha permesso già nel 2019, come si evince dal *grafico 2.3*, il conseguimento di alcuni obiettivi prefissati e la buona performance di altri.

Grafico 2.3: Sustainability targets

Essilor 2020 sustainability targets

Aims	Ambition		Objectives for 2020	2019	% of progress to target
Creating wearers	Bring tangible social and economic benefits to individuals and their communities: "improving lives by improving sight"	1	Improve the lives of 50 million individuals "at the base of the pyramid" [a] (cumulative, reference year 2013)	33.5 million	67%
		2	Create 25,000 primary vision care providers (cumulative, reference year 2013)	15,365	61%
		3	Invest €30 million in philanthropic visual health programs (reference year 2014)	€49 million	163%
Optimizing environmental footprint	Contribute to tackle climate change and its impacts through sustainable management of energy and water resources	4	Reduce water intensity by 20% compared to 2015 baseline [b]	-26%	128%
		5	Reduce energy intensity by 15% compared to 2015 baseline	-6%	42%
Caring for and engaging our people	Engage employees in the sustainable growth of our business and ensure a safe and rewarding working environment	6	Decrease by 30% work-related injury frequency rate (compared to a 2015 baseline) towards a zero accident goal	-10%	33%
		7	Give 100% of employees access to Essilor University online training platform	59%	59%
		8	35% of employees as shareholders, with a longer-term ambition of 50%	69%	197%
Working with our society	Lead sustainable business practices in our industry through responsible sourcing and procurement	9	100% of strategic suppliers receive 100% of strategic suppliers undertake CSR assessments	88%	88%
		10	100% of preferred suppliers acknowledge Essilor's Supplier Charter	95%	95%

(Universal Registration Document, 2018)

Durante il 2019, l'azienda ha in particolare introdotto soluzioni per ridurre il consumo di acqua, e riutilizzare l'acqua nelle macchine di rivestimento nei suoi principali impianti di produzione; ha inoltre introdotto nuovi standard di consumo energetico in diversi impianti di produzione, in particolare per i suoi forni di polimerizzazione e le apparecchiature per la deposizione di film sottovuoto. Nel corso dell'anno è stato poi lanciato un nuovo programma per lo sviluppo di lenti semilavorate di diametro e spessore inferiori per ridurre lo spreco di materiale organico.

Nonostante i risultati del 2019 promettessero bene, facendo presagire il conseguimento degli obiettivi mancanti, l'obiettivo per il 2020 volto a ridurre l'intensità energetica del 15% rispetto allo scenario di riferimento del 2015 non è stato raggiunto, a causa della pandemia. Ciò è dovuto ad una diminuzione del volume di produzione e dell'uso aggiuntivo di un sistema di trattamento dell'aria per garantire condizioni di lavoro sicure. Sono però proseguiti gli investimenti nell'autogenerazione di energia rinnovabile, e l'implementazione e la gestione di progetti di efficienza energetica nei siti di produzione e distribuzione. Nella seconda metà del 2020 sono stati installati due grandi impianti fotovoltaici nei siti di Agordo e Sedico. Il consumo di energia è diminuito principalmente a causa delle misure di blocco COVID-19, che ha portato ad una sospensione temporanea delle attività di produzione, logistica, al lavoro a distanza e chiusura dei punti vendita Luxottica nella prima parte dell'anno.

Per quanto riguarda l'obiettivo idrico prefissatosi da Essilor, sebbene sia stato superato con una riduzione del 26% entro la fine del 2019, nel 2020, a causa della diminuzione del volume di produzione dovuta al Covid19, l'intensità dell'acqua è aumentata rispetto all'anno precedente, con una riduzione del 18% rispetto al 2015.

Anche il primo semestre del 2021 è stato caratterizzato da varie iniziative intraprese da EssilorLuxottica, per rispettare la *roadmap* definita nel 2019, costruita attorno i pilastri chiave della società, tra cui il carbonio, la circolarità la visione nel mondo, inclusione ed etica.

2.8.2 Analisi finanziaria

In questa sezione analizzeremo la coerenza tra quanto annunciato e quanto si sia verificato dal punto di vista quantitativo, con un'analisi finanziaria delle performance pre/post fusione. In particolare, analizzeremo dettagliatamente la performance aziendale nel 2019, un anno dopo la fusione, confrontandola con i dati proforma[2] aggiustati del bilancio consolidato del Gruppo nel 2018, per poi analizzare i dati del 2020 e del primo semestre del 2021. Vedremo come un fattore esterno del tutto imprevedibile come la pandemia di Covid19 abbia un notevole impatto sulla performance finanziaria dell'azienda, e allo stesso tempo come una buona Società, in questo caso EssilorLuxottica, con linee guida chiare e definite, ed una buona solidità, sia in grado di reagire e perseguire gli obiettivi prefissatisi.

Analizzando i dati aggiustati[3] del 2019, vediamo come la crescita dei ricavi sia uno dei principali effetti generati dalla fusione tra le due aziende. Un anno dopo la fusione, la società inizia già a coglierne i frutti. Come si evince dal *grafico 2.4*, EssilorLuxottica ha chiuso il 2019 con ricavi pari a circa 17 miliardi con un aumento del 7,4% rispetto al 2018 (pari a oltre 1 miliardo), generando sinergie di ricavi che superano addirittura le aspettative interne previste (200-300 milioni di euro). L'utile lordo si attesta al 62,6% delle vendite, legato ad un aumento dei costi del venduto dell'8,7%, dovuto all'incremento della produzione e del personale. L'utile netto attribuibile agli azionisti della capogruppo è pari a 1.938 milioni di euro, in aumento del 9,2% rispetto all'anno precedente e pari all'11,1% dei ricavi. Analogamente, il reddito operativo è aumentato

[2] **Pro forma:** poiché le informazioni del 2018 presentate nel conto economico consolidato sono influenzate dalla contabilizzazione dell'aggregazione tra Essilor e Luxottica le informazioni finanziarie ritenute rilevanti per confrontare la performance del 2019 si basano sul rideterminato pro forma; le informazioni finanziarie consolidate pro forma unaudited riesposte sono presentate solo a scopo illustrativo con l'obiettivo di fornire informazioni comparative come se la combinazione tra Essilor e Luxottica fosse avvenuta in data 1° gennaio 2018.

[3] **Misure o cifre aggiustate**: rettificato dalle spese o dai proventi relativi all'aggregazione tra Essilor e Luxottica e ad altre operazioni inusuali, non frequenti o non correlate al normale svolgimento dell'attività in quanto l'impatto di tali eventi potrebbe influire sulla comprensione della performance del Gruppo.

del 7,4%, toccando i 2,8 miliardi con un aumento pari a 194 milioni, mentre il profitto prima delle tasse è incrementato dell'8,7% ovvero di 214 milioni, in linea con le aspettative interne che prevedevano un impatto annuo netto sull'ebit pari a 420-600 milioni di euro entro il 2022-2023.

Grafico 2.4: consolidated statement of profit or loss

€ millions	2019	2018 Restated* *Pro forma* (1)	Change	Change at constant exchange rates (2)
Revenue	17,390	16,194	7.4%	4.4%
Cost of sales	(6,503)	(5,985)	8.7%	5.9%
GROSS PROFIT	**10,887**	**10,209**	**6.6%**	**3.5%**
% of revenue	*62.6%*	*63.0%*		
Research and development	(291)	(275)	5.9%	3.5%
Selling	(4,595)	(4,308)	6.7%	3.6%
Royalties	(168)	(163)	2.7%	-0.2%
Advertising and marketing	(1,236)	(1,115)	10.8%	7.9%
General and administrative	(1,777)	(1,719)	3.4%	1.1%
Other income/(expenses)	(8)	(11)	-22.5%	-33.1%
Total operating expenses	**(8,074)**	**(7,591)**	**6.4%**	**3.5%**
OPERATING PROFIT	**2,812**	**2,618**	**7.4%**	**3.3%**
% of revenue	*16.2%*	*16.2%*		
Cost of net debt	(115)	(149)	-23.1%	-24.0%
Other financial income/(expenses)	(24)	(11)		
Share of profits of associates	(2)	-		
PROFIT BEFORE TAXES	**2,672**	**2,458**	**8.7%**	**4.6%**
% of revenue	*15.4%*	*15.2%*		
Income taxes	(618)	(593)	4.3%	0.8%
Effective tax rate	*23.1%*	*24.1%*		
NET PROFIT	**2,054**	**1,866**	**10.1%**	**5.7%**
NET PROFIT ATTRIBUTABLE TO OWNERS OF THE PARENT	**1,938**	**1,774**	**9.2%**	**4.8%**

* 2018 information has been restated following the application of IFRS 16 – *Leases*, as well as to reflect the finalization of the purchase price allocation ("PPA") related to the EL Combination.

(Universal Registration Document, 2019)

Il ROS[4] è stabile al 16,2%; riflette un miglioramento del margine compensato dagli investimenti sui principali marchi e dalle iniziative volte a sostenere la crescita in tutto il mondo.

L'EBIT margin, che misura la redditività di un'impresa calcolata senza tenere conto dell'effetto degli interessi e delle imposte, ha un incremento dello 0.2%, passando dal 15,2% a 15,4% in quanto la voce costo altre spese finanziarie aumenta in proporzione minore rispetto alla riduzione del costo di debito netto.

L'indice reddito netto percentuale (reddito netto/ricavi*100) invece passa dall'11,5% nel 2018 all'11,8% nel 2019.

Tra gli indici di redditività del capitale operativo si rileva una lieve riduzione di 0,1 punto percentuale del ROI, dovuta ad un incremento del risultato operativo inferiore rispetto l'incremento del capitale investito. La realizzazione degli effetti degli investimenti effettuati è ancora prematura, essendo passato solo un anno.

Riscontriamo invece un incremento dell'1% anche per l'indicatore ROA, da 3,8% nel 2018 a 3,9% nel 2019, a dimostrazione del miglior utilizzo da parte dell'azienda degli *asset* aziendali.

Inoltre, il ROE[5], ovvero l'indicatore di redditività del patrimonio netto, registra un incremento passando dal 5,7% al 5,9%, aspettativa già auspicata nelle previsioni delle operazioni pre-fusione. L'aumento di questo indicatore è dovuto alla maggiore crescita del reddito d'esercizio nell'anno 2019, rispetto all'incremento del patrimonio netto.

Dalla disamina dei dati finanziari osservati e appositamente rielaborati nella presente attività di ricerca, si rileva come per le disponibilità liquide, si evidenzi una situazione di equilibrio di breve termine, caratterizzata da un *current ratio* di 1,91 nell'anno fiscale 2019, volto perciò ad indicare una buona solidità finanziaria a breve termine.

---

[4] $\boldsymbol{ROS} = \boldsymbol{RO}/\mathbf{FN}$ Return On Sales identifica la redditività delle vendite, ossia la porzione del risultato della gestione caratteristica che scaturisce dal volume delle vendite effettuate. Rappresenta il risultato operativo medio per unità di ricavo

[5] **ROE**: misura la capacità dell'impresa di remunerare il patrimonio netto societario, cioè la redditività che l'impresa ha generato per i propri azionisti attraverso un certo flusso di utili

Per quanto riguarda i costi, vediamo che l'ammontare dei costi operativi nel 2019 risulta pari a 8.074 milioni di euro, corrispondenti al 46,4% delle vendite rispetto al 46,9% dell'anno precedente.

In particolar modo l'investimento nei costi di ricerca e sviluppo nel 2019 è stato pari a 291 milioni di euro (nel 2018 erano 275 milioni di euro). L'azienda destina ogni anno una parte significativa del proprio fatturato alla ricerca e all' innovazione, la cui quota investita nel 2019 rispetto al fatturato è analoga al 2018, ciò significa che il gruppo ha continuato ad investire la stessa quota dei propri ricavi nell'innovazione.

Le *royalties* ammontano a 168 milioni di euro, e sono relative ai marchi delle montature in licenza del Gruppo, mentre i costi di pubblicità e marketing totalizzano 1.236 milioni di euro, corrispondenti al 7.1% delle vendite, rispetto al 6,8% nel 2018; tale incremento è legato agli investimenti eseguiti per guidare la crescita futura dell'azienda. In questi costi sono inclusi sia le varie campagne di marketing su marchi di lenti, e-commerce, occhiali da sole e lettori, sia il lancio di Transitions Generation 8 e attività per sviluppare il segmento della miopia. Il Gruppo ha inoltre lanciato nuove campagne e partnership per i suoi migliori marchi in montature e banner per la vendita al dettaglio (Sunglass Hut torna in televisione dopo tre anni, Oakley diventa sponsor ufficiale della NFL e Ray-Ban lancia una campagna Sun di successo).

I costi generali e amministrativi ammontano a 1.777 milioni di euro, pari al 10,2% delle vendite rispetto al 10,6% nel 2018, e riflettono le forti misure di controllo dei costi di EssilorLuxottica particolarmente efficaci nella seconda metà dell'anno. La riduzione di questi costi è in linea con il valore di 70 milioni di euro dichiarato all'annuncio della fusione.

I costi sostenuti per realizzare, sviluppare e rafforzare la rete delle vendite, ammontano a 4.595 milioni di euro, corrispondenti ad una percentuale delle vendite di 0,2% inferiore rispetto al 2018; tali spese sono state effettuate per supportare la crescita della linea di vendita di EssilorLuxottica. Questa riduzione di costo è comunque in linea con le aspettative di 150-200 milioni entro il 2023; ciò è conseguenza del fatto che il

processo di integrazione alla fine del 2019 non è stato ancora completato, e quindi non ha apportato tutti quei vantaggi legati allo snellimento e ottimizzazione della *supply chain*. Probabilmente è stato anche un po' rallentato a causa degli scontri verificatisi, relativi alla gestione del Gruppo poi successivamente risolti.

Nonostante ciò, è opportuno rilevare come, nel corso dell'esercizio 2019, siano stati già effettuati notevoli sforzi in alcuni stabilimenti industriali di Essilor per adattare le attrezzature e per consentire la produzione di occhiali da sole da vista per alcuni marchi del portafoglio Luxottica. Alcuni laboratori Luxottica hanno iniziato a utilizzare le tecnologie di produzione Essilor nelle aree di rivestimento e lavorazione.

Tali sforzi sono proseguiti nel 2020 e nel 2021 dai team di Operations e Supply Chain, i quali hanno continuato a ottimizzare la rete globale di fabbriche, laboratori di prescrizione, strutture di montaggio dei bordi e centri di distribuzione. I team operativi di Essilor e Luxottica, in particolare, hanno svolto diversi progetti di sinergia industriale e hanno avviato un processo per costruire una rete unica di laboratori. Questo include la revisione dei processi di gestione della domanda e di gestione della capacità, introduzione di nuovi prodotti, creazione di un'unica piattaforma comune IT e la condivisione di buone pratiche di eccellenza operativa.

Il costo dell'indebitamento netto è invece sceso da 149 milioni di euro a 115 milioni di euro nel 2019, a causa di una diminuzione del costo del finanziamento della Società nonostante un esborso di cassa eccezionale per completare l'Offerta Pubblica di Acquisto Obbligatoria di EssilorLuxottica per le azioni Luxottica.

Gli *income taxes* di 618 milioni di euro riflettono una aliquota fiscale di 23,1% per il 2019 rispetto a un 24,1% dell'anno precedente derivante da un mix geografico più favorevole degli utili e da una positiva chiusura di alcune verifiche fiscali.

Analizzando i dati del *grafico 2.5* relativi invece all'anno 2020, emerge l'importante impatto che la pandemia ha provocato finanziariamente alla Società, arrestando dunque i primi effetti positivi manifestatisi già dopo il primo anno dal completamento della fusione.

Grafico 2.5: consolidated statement of profit or loss

Adjusted[2] consolidated statement of profit or loss

€ millions	2020	2019	Change at current exchange rates	Change at constant exchange rates[1]
Revenue,	14,429	17,390	-17.0%	-14.6%
Cost of sales	(5,936)	(6,503)	-8.7%	-6.2%
Gross profit	**8,493**	**10,887**	**-22.0%**	**-19.6%**
% of revenue	*58.9%*	*62.6%*		
Research and development	(287)	(291)	-1.1%	-0.3%
Selling	(3,981)	(4,595)	-13.4%	-11.0%
Royalties	(134)	(168)	-20.1%	-17.9%
Advertising and marketing	(1,058)	(1,236)	-14.4%	-12.3%
General and administrative	(1,644)	(1,777)	-7.4%	-5.1%
Other income / (expenses)	(14)	(8)	70.6%	80.1%
Total operating expenses	**(7,118)**	**(8,074)**	**-11.8%**	**-9.5%**
Operating profit	**1,374**	**2,812**	**-51.1%**	**-48.5%**
% of revenue	*9.5%*	*16.2%*		
Cost of net debt	(125)	(115)	8.9%	10.3%
Other financial income / (expenses)	(22)	(24)	-7.7%	8.0%
Share of profits of associates	1	(2)	-151.7%	-149.7%
Profit before taxes	**1,229**	**2,672**	**-54.0%**	**-51.5%**
% of revenue	*8.5%*	*15.4%*		
Income taxes	(360)	(618)	-41.7%	-38.5%
Effective tax rate	*29.3%*	*23.1%*		
Net profit	**868**	**2,054**	**-57.7%**	**-55.4%**
Net profit attributable to owners of the parent	**788**	**1,938**	**-59.3%**	**-57.0%**

(Universal Registration Document, 2020)

Da questo grafico si evince un ammontare di ricavi dell'esercizio pari a 14.429 milioni di euro, con un decremento del 14,6% a cambi costanti. L'utile lordo aggiustato nel 2020 si è chiuso a 8.493 milioni di euro, che rappresenta il 58,9% dei ricavi rispetto al 62,6% del 2019. Questa voce è stata maggiormente influenzata dal minor assorbimento dei costi produttivi, in particolare nella prima metà dell'anno. Tuttavia, questo impatto è stato in parte limitato grazie al buon andamento delle sinergie di approvvigionamento legate all'integrazione. L'utile operativo invece ammonta a 1374 milioni di euro, subisce una riduzione del 48,5% a cambi costanti.

Il ROS, seppur positivo, si riduce; il valore è pari al 9,5% rispetto al 16,2% dell'anno precedente. Tale riduzione è legata al forte decremento del risultato operativo, dovuto alle azioni di contenimento dei costi perseguite dall'azienda, rispetto alla riduzione dei

ricavi. Analogamente l'EBIT margin subisce un decremento del 6,9%, così come l'indice netto percentuale, che invece passa dall'11,8% nel 2019 al 6% nel 2020.

Si rileva una riduzione anche degli indici ROI, ROE e ROA dovuto alle notevoli riduzioni del risultato operativo e dell'utile netto. Tali indici assumono rispettivamente i valori pari a 2,6%, 2,7% e 1,6%.

Per quanto riguarda le spese sostenute, i costi operativi ammontano a 7.118 milioni di euro per il 2020, pari al 49,3% dei ricavi, con una diminuzione del 9,5% a tassi di cambio costanti.

In particolare, i costi di ricerca e sviluppo sono pari a 287 milioni di euro, pari a circa il 2% dei ricavi, legati ai pochi investimenti effettuati non critici per il gruppo e ai benefici ottenuti dalla riorganizzazione dei centri di ricerca e sviluppo di lenti in Nord America.

I costi sostenuti per realizzare, sviluppare e rafforzare la rete delle vendite sono pari a 3.981 milioni di euro nel 2020, in diminuzione di 615 milioni di euro rispetto all'anno precedente, con aumento in relazione ai ricavi di un punto percentuale rispetto al 2019, dovuti ai maggiori costi logistici.

Le royalties pari a 134 milioni di euro, in diminuzione di 34 milioni di euro rispetto a 2019, principalmente legato al calo delle vendite delle licenze delle marche di occhiali del gruppo. Anche i costi di pubblicità si riducono rispetto all'esercizio precedente di circa 180 milioni di euro.

Le spese generali e amministrative sono soggette ad una riduzione di 130 milioni di euro rispetto il 2019 grazie alla semplificazione della struttura organizzativa e alla riduzione della compensazione dei dirigenti.

Il costo dell'indebitamento netto aumenta a 125 milioni di euro nel 2020 a seguito dell'emissione obbligazionaria pari a 5 miliardi di euro avvenuta nel novembre 2019 e di 3 miliardi nel maggio 2020.

Dall'analisi effettuata emerge come la società, per fronteggiare la crisi innescata dal Covid19, abbia avviato diverse misure di contenimento dei costi per compensare il calo delle entrate, attraverso riduzioni o differimento del compenso del manager, riduzione delle spese di marketing e trattative con fornitori, agendo sulle attività non cruciali. La liquidità è stata invece preservata tramite la cessazione della quota riacquisti, il differimento del pagamento dei dividendi e la temporanea sospensione di tutti gli investimenti non essenziali. Questo è ciò che ha caratterizzato in particolar modo la prima metà dell'anno. È opportuno, infatti, evidenziare come ci sia stata una solida ripresa a "V" dal mese di maggio, con i ricavi in aumento tra il primo e secondo semestre. Inoltre, una gestione efficiente dei costi ha portato l'utile operativo *adjusted* al 15,2% di incidenza percentuale sui ricavi nella seconda metà del 2020, in linea con il livello raggiunto nella seconda metà del 2019.

Per di più, è opportuno sottolineare come ci siano stati buoni progressi sul fronte delle sinergie dato che l'integrazione tra le due società operative è proseguita senza stop durante la pandemia. Nonostante la pandemia di Covid19, sono stati ventotto i progetti attivi, finalizzati alla realizzazione di sinergie nei tempi previsti. Tra le varie azioni intraprese per generare le sinergie di ricavi troviamo:

- il lancio di Ray-Ban Authentic. Dopo il successo del lancio in Italia, a fine anno il prodotto era pronto per essere lanciato negli Stati Uniti e in Canada;
- la presentazione ad agosto di EssilorLuxottica 360, un programma congiunto dedicato ai clienti ottici che combina le offerte di Essilor, Luxottica ed EyeMed in Nord America;
- espansione delle opportunità di *cross-selling* tra le piattaforme Essilor e Luxottica;
- ottimizzazione della distribuzione attraverso la creazione di programmi dedicati alla consegna dei prodotti della Società in maniera integrata per area geografica così come per le consegne delle vendite online;
- continua integrazione delle *supply chain* delle due società operative;

- avvio della progettazione di una logistica integrata per il *complete pair*, con l'obiettivo di creare un solido processo comune in tutte le aree geografiche a servizio dei principali clienti.

I miglioramenti, già evidenti nella seconda metà del 2020, sono più visibili nel 2021, anno di forte ripresa. La Società, infatti, ha sfruttato la ripresa del mercato, soprattutto in determinate aree geografiche, e la sua proposta leader multicategoria e multicanale, per accelerare bruscamente i ricavi e i margini, con una buona performance in tutta la prima metà dell'anno, con dei ricavi anche migliori, ai livelli pre-pandemia, come si evince dal *grafico 2.6*. Nel secondo trimestre i ricavi totali sono stati pari a 4.709 milioni di euro, in crescita del 9,2% rispetto al secondo trimestre del 2019 a cambi costanti.

Grafico 2.6: consolidated statement of profit or loss 2021

€ millions	1H 2021	1H 2019*	Change at constant exchange rates[1]	Change at current exchange rates
Revenue	8,768	8,776	5.7 %	-0.1 %
Cost of sales	(3,385)	(3,323)	6.9 %	1.9 %
GROSS PROFIT	**5,383**	**5,453**	**5.0 %**	**-1.3 %**
% of revenue	*61.4 %*	*62.1%*		
Research and development	(162)	(143)	15.3 %	13.1 %
Selling	(2,053)	(2,197)	-0.8 %	-6.5 %
Royalties	(87)	(88)	4.5 %	-0.9 %
Advertising and marketing	(632)	(627)	5.8 %	0.8 %
General and administrative	(822)	(886)	-2.8 %	-7.3 %
Other income/(expenses)	(7)	(1)	615.5 %	602.0 %
Total operating expenses	**(3,762)**	**(3,941)**	**0.6 %**	**-4.5 %**
OPERATING PROFIT	**1,622**	**1,512**	**16.4 %**	**7.3 %**
% of revenue	*18.5 %*	*17.2%*		
Cost of net debt	(59)	(62)	-1.7 %	-4.1 %
Other financial income/(expenses)	(0)	(7)	-41.6 %	-96.0 %
Share of profits of associates	2	(1)	294.7 %	282.3 %
PROFIT BEFORE TAXES	**1,564**	**1,442**	**17.7 %**	**8.4 %**
% of revenue	*17.8 %*	*16.4%*		
Income taxes	(383)	(343)	21.1 %	11.6 %
Effective tax rate	*24,5%*	*23.8%*		
NET PROFIT	**1,180**	**1,099**	**16.6 %**	**7.5 %**
NET PROFIT ATTRIBUTABLE TO OWNERS OF THE PARENT	**1,117**	**1,047**	**16.2 %**	**6.6 %**

* Some reclassifications have been realized to ensure consistency with the current period presentation. Those reclassifications do not affect the *Operating profit* presented for the six-month period ended on June 30, 2019.

(Interim Financial Report, 2021)

A causa della pandemia, il confronto con i dati del 2020 non era rilevante. Proprio per questo, in questo elaborato sono stati esaminati direttamente i dati del primo semestre del 2021, confrontandoli con quelli del 2019. Dal *grafico 2.6* emerge che EssilorLuxottica ha chiuso il primo semestre del 2021 con un fatturato in crescita del 5,7% a tassi costanti rispetto al primo semestre del 2019, con un valore pari a 8,768 miliardi di euro, che si è tradotto in un aumento dei margini.

L' utile lordo rettificato nel primo semestre del 2021 si attesta a 5.383 milioni di euro, pari al 61,4% dei ricavi contro il 62,1% del 2019, dovuto all'aumento del costo del venduto, trainato dall'incremento dei costi logistici. L'utile netto attribuibile agli azionisti della controllante è aumentato del 7,5% a cambi correnti assumendo il valore pari a 1180 milioni di euro.

Analogamente, il reddito operativo è incrementato del 7,3% a cambi correnti toccando 1.622 milioni di euro, che rappresenta il 18,5% dei ricavi rispetto a 17,2% nello stesso periodo del 2019, mentre il profitto prima delle tasse è aumentato dell'8,4% ovvero di 81 milioni di euro. Emerge come la Società sia sulla buona strada, sempre che non ci siano ulteriori restrizioni, per perseguire l'obiettivo di generare sinergie pari a 250 milioni entro la fine del 2021 e a 420-600 milioni a livello di ebit entro il 2023.

Il ROS ha subito un incremento passando dal 17,2% al 18,5%. Tale incremento è legato non solo alla ricrescita dei ricavi ma anche alla riduzione dei costi, legate in parte alle azioni di contenimento messe in atto dall'azienda durante il 2020 ma anche agli effetti sinergici generati dall'integrazione e dalla maggiore efficienza di determinate funzioni.

L'EBIT margin ha anch'esso un incremento di 1,4 punti percentuali, passando dal 16,4% al 17,8%, così come l'indice reddito netto che passa da 12,5% a 13,4%.

Confrontando il ROI della prima metà del 2021 con il primo semestre del 2019, notiamo una lieve riduzione di 0,1 punto percentuale dovuto ad un aumento del risultato operativo minore rispetto il capitale investito. Sempre per circa uno 0.1% si ha una riduzione del ROA.

Invece, per quanto riguarda il ROE, si ha un incremento, passando dal 3,2% al 3,5%. Dal calcolo del *current ratio* si evidenzia invece una maggiore stabilità finanziaria rispetto al primo semestre del 2019; tale indice assume il valore pari a 2,26 contro 1,04 del 2019.

Passando ai costi, emerge una riduzione del 4,5% a cambi correnti delle spese operative, traducendosi in 42,9% dei ricavi, rispetto al 44,9% nel 2019. Il Gruppo ha beneficiato di uno stretto controllo delle spese generali e amministrative, pari a 822 milioni di euro, in diminuzione di 64 milioni di euro rispetto allo stesso periodo del 2019. Questa riduzione è stata grazie alla semplificazione della struttura organizzativa. Anche la riduzione di 142 milioni di euro dei *selling cost* ha contribuito, trainato principalmente da un calo del costo del lavoro e dell'occupazione. Leggermente in aumento invece sono state le spese riservate alla pubblicità e al marketing.

Il costo dell'indebitamento netto rettificato è sceso a 59 milioni di euro nel primo semestre del 2021 a causa di un costo favorevole del debito.

Le sinergie sui costi sono derivate principalmente dai progressi nella costruzione di una rete di laboratori integrata, dalla creazione di una piattaforma e-commerce comune, che sta progressivamente supportando tutto il business online della Società, dalla implementazione di una piattaforma SAP integrata in diverse aree geografiche e dalla creazione di una piattaforma tecnica per i macchinari di produzione.

Dall'analisi di questo primo semestre, e confrontando i dati tra il primo e secondo trimestre è evidente una crescente e forte ripresa della società che fa ben presagire per il futuro.

Per capire maggiormente l'andamento crescente dei ricavi, nel 2019 e 2021, è stata eseguita un'analisi più dettagliata. Sono stati esaminati i ricavi dei *grafici 2.7, 2.8 e 2.9* relativi ai vari segmenti operativi della società e alle varie aree geografiche.

Grafico 2.7: revenue by operating segment 2019

Full year 2019 revenue by operating segment

Euro millions	2019	2018 Restated* *Pro forma* (1)	Change at constant rates (2)	Currency effect	Change (reported)
Lenses & Optical Instruments	6,791	6,283	+5.5%	+2.6%	+8.1%
Sunglasses & Readers	885	787	+8.9%	+3.6%	+12.5%
Equipment	221	210	+2.0%	+3.3%	+5.3%
ESSILOR REVENUE	**7,897**	**7,280**	**+5.8%**	**+2.7%**	**+8.5%**
Wholesale	3,260	3,145	+1.8%	+1.9%	+3.7%
Retail	6,232	5,769	+4.0%	+4.0%	+8.0%
LUXOTTICA REVENUE	**9,493**	**8,914**	**+3.2%**	**+3.3%**	**+6.5%**
TOTAL	**17,390**	**16,194**	**+4.4%**	**+3.0%**	**+7.4%**

* 2018 information has been restated following the application of IFRS 16 – *Leases*.

(*Universal Registration Document, 2019)*

Grafico 2.8: revenue by geographical area 2019

Full year 2019 revenue by geographical area

Euro millions	2019	2018 Restated* *Pro forma* (1)	Change at constant rates (2)	Currency effect	Change (reported)
North America	9,154	8,433	+3.1%	+5.4%	+8.5%
Europe	4,236	4,038	+5.1%	-0.2%	+4.9%
Asia, Oceania and Africa	2,892	2,694	+5.4%	+2.0%	+7.4%
Latin America	1,108	1,028	+9.5%	-1.8%	+7.7%
TOTAL	**17,390**	**16,194**	**+4.4%**	**+3.0%**	**+7.4%**

* 2018 information has been restated following the application of IFRS 16 – *Leases*.

(*Universal Registration Document, 2019)*

Dal *grafico 2.7 e 2.8* si evince come entrambe le aziende, Essilor e Luxottica, abbiano allargato il business grazie ad azioni strategiche in linea con la *mission*, contribuendo alla crescita delle performance positive. In generale, le strategie adottate dalla società negli anni, in particolar modo da Essilor, si sono focalizzate maggiormente sull'innovazione di prodotti e servizi e sull'ampliamento della rete dei canali distributivi nei Paesi emergenti, mentre Luxottica, si è focalizzata su una maggiore digitalizzazione, con lo scopo di prendere decisioni strategiche in tempo reale gestendo una grande mole di dati, e sulla ristrutturazione della distribuzione *wholesale,* in

particolar modo l'e-commerce, con il portale MyLuxottica; grazie infatti alla possibilità data ai clienti di vedere in digitale una ampia gamma di modelli, ha modificato l'esperienza dei consumatori sia dentro che fuori il negozio. Questa strategia ha permesso ad Essilor di aumentare i ricavi nel 2019 rispetto al 2018 dell'8,5% e a Luxottica del 6,5%.

È opportuno sottolineare come tutte le divisioni del gruppo abbiano contribuito alla crescita, in particolare Sunglasses & Readers di Essilor (+12,5%) e Retail di Luxottica (+8 %); quest'ultime hanno beneficiato di un modello *omnichannel* vincente, di marchi *retail* forti e di un contesto positivo dei consumi nelle principali geografie, con i maggiori incrementi in Nord America (+8,5%), Asia-Oceania-Africa (+7,4 %) e America Latina (+7,7%). Si nota, inoltre, come i ricavi provenienti dall'Europa siano meno impattanti sui ricavi totali rispetto al Nord America e l'America Latina.

In Nord America, la crescita dei ricavi è aumentata grazie soprattutto al lancio di Transitions Signature GEN 8, a nuove alleanze con i professionisti del settore e dei canali online, e a nuove partnership, come quella con la NFL. La crescita per l'intero anno 2019 è stata ulteriormente rafforzata dal solido impegno con Luxottica sia per alcuni *key account* selezionati, che per le vendite di lenti a valore aggiunto attraverso i canali *retail* del Gruppo.

In Europa l'incremento è stato guidato dal lancio di due importanti prodotti nel business degli strumenti ottici: Visioffice X, uno strumento per la personalizzazione delle lenti nei negozi di ottica, e il forottero Vision-R 800.

Per quanto riguarda Asia-Oceania-Africa, ciò che ha contribuito in modo determinante alla performance regionale è stata il segmento lenti e strumenti ottici; in Cina sono state invece le lenti di marca (in particolare Eyezen, Crizal e Varilux), insieme a determinati strumenti, a soluzioni per il controllo della miopia, e all'innovazione nella fascia media. In Corea del Sud, le buone prestazioni delle lenti progressive e fotocromatiche hanno accelerato i guadagni, mentre le entrate in Giappone sono aumentate grazie alle lenti a valore aggiunto e ad una serie di successi commerciali con le catene ottiche.

Per quanto riguarda l'America Latina, la crescita dipende da diverse iniziative intraprese nel 2019, tra cui programmi di marketing come "Varilux em Dobro" in Brasile, o "Cambia tu cara" in Colombia, e un potenziamento del marketing per i clienti presso Grupo Vision in Costa Rica, oltre a progressi tecnologici e nuovi laboratori indipendenti, come l'acquisto del laboratorio di Devlyn Holdings, o la firma di un contratto di fornitura con Opticas Devlyn, la catena di ottica leader in Messico.

In generale, in tutti i Paesi lo sviluppo è stata favorito dall'innovazione dai mercati in crescita e dalla spinta delle vendite online che si sono sviluppate rapidamente.

Analizzando i ricavi nel *grafico 2.7* nei vari segmenti in cui opera EssilorLuxottica, si può notare come il segmento "vendita all'ingrosso" ha chiuso l'anno con ricavi in crescita del 3,7%, a 3.260 milioni di euro: è il ritmo più sostenuto dal 2015, a dimostrazione dell'efficacia dell'insieme delle iniziative strategiche intraprese.

Con una rapida analisi anche del primo semestre del 2021, vediamo dal *grafico 2.9* come entrambi i segmenti dell'azienda procedono sostanzialmente allineati in termini di ritmo di crescita rispetto al secondo trimestre 2019.

Grafico 2.9: revenue by operating segment 2019

Compared to 2019

€ millions	1H 2021	1H 2019	Change at constant exchange rates[1]	Change at current exchange rates
Professional Solutions	5,196	5,367	2.7 %	-3.2 %
Direct to Consumer	3,572	3,409	10.4 %	4.8 %
TOTAL REVENUE	**8,768**	**8,776**	**5.7 %**	**-0.1 %**

€ millions	1Q 2021	1Q 2019	Change at constant exchange rates[1]	Change at current exchange rates	2Q 2021	2Q 2019	Change at constant exchange rates[1]	Change at current exchange rates
Professional Solutions	2,463	2,604	0.3 %	-5.4 %	2,733	2,763	5.0 %	-1.1 %
Direct to Consumer	1,597	1,606	4.5 %	-0.6 %	1,975	1,803	15.7 %	9.6 %
TOTAL REVENUE	**4,060**	**4,210**	**1.9 %**	**-3.6 %**	**4,709**	**4,566**	**9.2 %**	**3.1 %**

(Interim Financial Report,2021)

La divisione Professional Solutions (*wholesale*) è soggetta ad una crescita grazie alla capacità dell'azienda di servire i propri clienti con soluzioni innovative e coinvolgerli con programmi di partnership oltre che alle riaperture progressive a livello.

A guidare la crescita della divisione Direct to Consumer, che comprende la vendita di prodotti e servizi direttamente ai consumatori finali, è stata l'ampia gamma di soluzioni a valore aggiunto e la grande domanda dei consumatori.

Il Nord America è stato il pioniere della ripresa, in quanto si è mosso per primo e più velocemente, seguito poi gradualmente dall'area Emea e dall'America Latina; invece, l'Asia-Pacifico vede prima una crescita e poi un'interruzione dovuta ai nuovi focolai del virus che hanno provocato delle restrizioni.

In linea generale si può affermare come, nonostante le avversità affrontate legate alla pandemia, nel primo semestre si sono ottenuti dei solidi risultati frutto di una *supply chain* efficiente, della continua attenzione a prodotti e marchi di qualità e di una comunità di dipendenti coinvolti e motivati, che hanno fiducia nell'azienda.

Nella *tabella 2.10* sottostante riassumo le aspettative che si erano create all'annuncio della fusione, gli obiettivi annunciati e quelli realmente realizzati. In particolare, vediamo la realizzazione della maggior parte delle aspettative preannunciate. Per quanto riguarda le sinergie, la freccia orizzontale sta a significare, sulla base dell'andamento dei dati analizzati, la fiducia riposta in EssilorLuxottica per il conseguimento entro l'anno 2023 delle sinergie previste.

Tabella 2.10

Obiettivi attesi	Sinergie ricavi	Incremento numero consumatori	Incremento produzione	Ampliamento copertura distributiva	Crescita organica e inorganica	Eliminare problemi di vista	Sensibilizzare il consumatore	Miglioramento qualità prodotto	Profilo finanziario più solido	Sinergie costi	Crescita nell'innovazione: Sviluppo nuovi prodotti	Sviluppo mercati emergenti	Rafforzamento e-commerce
Obiettivi realizzati	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑

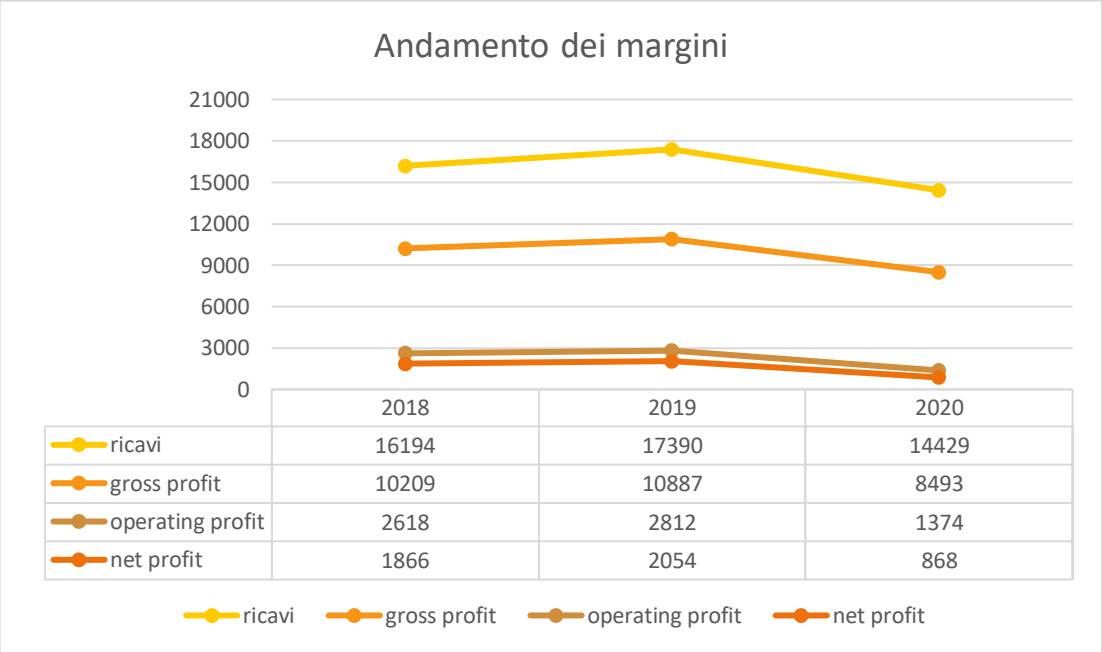
(elaborazione personale)

2.9 Conclusione

A seguito dell'analisi della fusione EssilorLuxottica a circa tre anni dalla sua creazione, è possibile affermare che la performance aziendale del gruppo sembra aver intrapreso la giusta direzione, nonostante le avversità che l'azienda ha dovuto affrontare a causa della pandemia di Covid19.

Dal *grafico 2.11* infatti, trascurando il 2020 in quanto segnato dalla pandemia, è evidente l'incremento dei ricavi a seguito della fusione.

Grafico 2.11: andamento dei margini



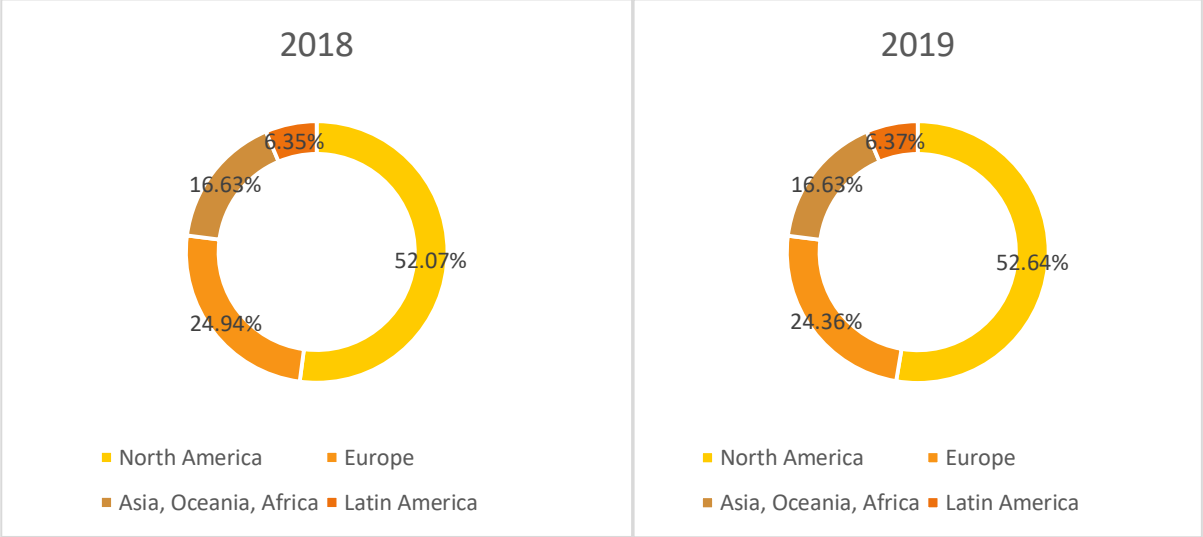
(elaborazione personale)

Si è passati da ricavi proforma nel 2018 di 16194 milioni di euro a 17390 milioni nel 2019. L'impatto di questo incremento sui margini è stato limitato a causa delle sinergie di costi non ancora pienamente sviluppate, anche se è opportuno sottolineare già una riduzione dei costi generali e amministrativi di circa 70 milioni di euro, in linea con quanto annunciato all'inizio dell'operazione. Anche l'incremento di Ebit nel 2019 di

214 milioni di euro rispetto all'anno precedente è in linea con i 400- 600 milioni di euro che la società EssilorLuxottica si era prefissata di raggiungere entro il 2023. Coerentemente con quanto annunciato dall'azienda di espandersi nei Paesi emergenti, si osserva dal *grafico 2.12* una notevole crescita dei ricavi in questi Paesi tra il 2018 e 2019 con l'America Latina che nel 2019 contribuisce ai ricavi totali in quantità maggiore.

Grafico 2.12: Ricavi per area geografica

	Ricavi	Ricavi	% dei ricavi totali	% dei ricavi totali
	2018	2019	2018	2019
North America	8433	9154	52.07%	52.64%
Europe	4038	4236	24.94%	24.36%
Asia, Oceania, Africa	2694	2892	16.63%	16.63%
Latin America	1028	1108	6.35%	6.37%
total	16194	17390		



(elaborazione personale)

Il 2021 invece è stato caratterizzato da una forte ripresa; le entrate della prima metà dell'anno sono tornate in linea con quelle del primo semestre del 2019. Inoltre, il margine operativo risulta addirittura in incremento, passando da un valore di 1512 milioni di euro a 1622 milioni di euro, proprio a testimoniare le sinergie dei costi che si sono generate in quegli anni, sempre in linea con le aspettative.

Tale andamento trova peraltro conforto e riscontro nella letteratura scientifica esaminata. Il rispetto di alcuni dei fattori critici descritti nella prima parte dell'elaborato ha sicuramente contribuito all'andamento positivo della Società.

Tra questi fattori troviamo ad esempio, il cosiddetto "tempo di corteggiamento". L'operazione, infatti, è maturata dopo anni di studio, anche se ha visto un'accelerazione a fine 2016 per poi concludersi nell'ottobre del 2018. Questo ha consentito alle aziende di conoscersi meglio, avere più informazioni accurate e di conseguenza contribuire a creare fiducia e sicurezza.

Inoltre, per gestire la fusione e le culture diverse tra le due aziende, è stato nominato un comitato per l'integrazione: questo è stato un altro fattore critico di successo, per l'ottimizzazione dell'integrazione e la definizione delle misure necessarie per implementare le sinergie, favorire lo sviluppo di uno spirito di gestione coeso, condividere informazioni e opinioni sugli sviluppi all'interno di Essilor International e Luxottica, e per identificare iniziative strategiche e risolvere eventuali punti di divergenza.

Caratterizzata da diversità, equilibrio e apertura, la *governance* di EssilorLuxottica promuove il dialogo e coinvolge i dipendenti nella Mission del Gruppo. I principi di *governance* riflettono la combinazione tra Essilor e Luxottica, come previsto dall'accordo annunciato il 16 gennaio 2017.

Anche la fiducia da parte dei dipendenti è un altro aspetto importante per il successo. La prima figura che deve credere nella fusione, nella creazione che essa porta all'azienda e ai lavoratori deve essere il management, in modo tale da far sentire i dipendenti parte attiva del cambiamento senza che i loro interessi vengano trascurati dall'azienda. A tal proposito, sono stati Leonardo Del Vecchio e Hubert Sagnières, rispettivamente Presidente e Vicepresidente Esecutivo di EssilorLuxottica a esprimere tutto il loro entusiasmo e soddisfazione all'annuncio della fusione. La fiducia venutasi a creare tra i dipendenti è testimoniata anche dall'eccezionale tasso di sottoscrizione registratosi nel 2019, superiore al 67% dei dipendenti idonei, a seguito del lancio del

primo piano di partecipazione azionaria[6] per i dipendenti del nuovo Gruppo. Al perfezionamento del piano più di 56 mila occupati della realtà nata dalla fusione tra Essilor e Luxottica, hanno ottenuto una partecipazione nella società, 63000 nella prima metà del 2021. In Italia, Luxottica, alla sua prima edizione, ha segnato un boom di adesioni, con un tasso di sottoscrizione addirittura al di sopra della media del gruppo. L'iniziativa ha raggiunto 73 paesi (contro i 43 nel 2018).

La partecipazione azionaria rafforza il senso di impegno dei dipendenti nei confronti della *mission* e della strategia del Gruppo, allineando i propri interessi a lungo termine con quelli della Società e degli altri azionisti, consolidando il legame all'interno dell'organizzazione aziendale, aumentando il senso di appartenenza, offrendo loro l'opportunità di partecipare alla creazione di valore e ai successi di EssilorLuxottica, rendendoli partecipi al cambiamento.

Fondamentale è anche la grande fiducia da parte degli azionisti. Al momento della fusione, il 1° ottobre del 2018, infatti, il titolo valeva 128,75 euro, nel tempo gli azionisti hanno rinnovato la loro fiducia portando il titolo a toccare i 144,70 euro a gennaio 2020. Questi aspetti sono stati cruciali, e lo sono ancora, per la buona riuscita dell'operazione di fusione.

È evidente dunque, dall'analisi effettuata, che ci sia coerenza tra i progetti annunciati e quelli messi in atto, tra i valori annunciati e quelli raggiunti.

Il progetto sostenibile del gruppo, nonostante abbia avuto un arresto nel 2020, è in linea con gli obiettivi prefissati. Sono state implementate le azioni volte ad eliminare i problemi di vista nel mondo e a fornire assistenza ai Paesi meno sviluppati, lanciati nuovi prodotti sfruttando lo scambio di know-how tra le aziende e migliorati altri, ampliata la distribuzione in più parti nel mondo.

[6] **I piani di azionariato diffuso**: costituiscono una forma di retribuzione ed incentivazione dei dipendenti di una società. Attraverso i piani di azionariato diffuso i dipendenti acquistano il diritto - facoltà di sottoscrivere, gratuitamente o a titolo oneroso, le azioni della società stessa. La finalità dei piani di azionariato diffuso è dunque quella di dare ai dipendenti l'opportunità di ottenere un guadagno dal maggior apprezzamento delle azioni della società per cui lavora.

3. Caso di mercato: Microsoft - Nokia

3.1 Introduzione

L'obiettivo di questo capitolo è mostrare in che modo e perché l'acquisizione del segmento *Devices and Services* di Nokia da parte di Microsoft Corp. non ha avuto successo.

Dopo una prima breve introduzione sulla storia delle due società coinvolte, si passa con il descrivere le varie tappe che hanno portato le due aziende all'accordo, per poi proseguire nella descrizione dei motivi alla base della decisione di acquisizione e le aspettative dichiarate all'annuncio dell'operazione.

Nel paragrafo successivo, alla luce dell'accordo firmato tra le due società, vengono riportati alcuni commenti di analisti, e la loro visione, per poi procedere con l'analisi di come il mercato azionario abbia reagito all'annuncio dell'acquisizione.

Si passa poi ad analizzare, dal punto di vista finanziario, le conseguenze realizzatesi a seguito dell'operazione, evidenziando il non soddisfacimento delle aspettative annunciate.

Nell'ultimo paragrafo, infine, vengono elencate le principali motivazioni che hanno reso questa acquisizione un fallimento.

3.2 Società acquirente: Microsoft

La Microsoft Corporation è una società tecnologica multinazionale americana con sede a Redmond (USA), fondata da Bill Gates e Paul Allen il 4 aprile 1975. Microsoft sviluppa, produce, concede in licenza, supporta e vende software per computer, elettronica di consumo, personal computer e servizi.

L'azienda ha iniziato sviluppando e vendendo interpreti BASIC per Altair 8800. A metà degli anni '80 ha dominato il mercato dei sistemi operativi per personal computer con MS-DOS, seguito da Microsoft Windows. Dagli anni '90 si è sempre più diversificata dal mercato dei sistemi operativi e ha effettuato numerose acquisizioni societarie per poi intraprendere nel 2000, con il passaggio del ruolo di CEO da Gates a Ballmer, una strategia di "dispositivi e servizi".

3.3 Società target: Nokia

Nokia è una grande multinazionale finlandese che opera nei settori delle telecomunicazioni, IT ed elettronica di consumo, con strutture di ricerca e sviluppo in Europa, Nord America e Asia, e con una presenza globale di vendite in circa 130 paesi.

Nel 1960 Nokia creò un dipartimento di elettronica presso la Finnish Cable Works effettuando il suo primo passo nel mercato delle apparecchiature per le telecomunicazioni, per poi concentrarsi sulla realizzazione di apparecchiature di trasmissione radio. All'inizio degli anni '90, l'azienda prese la decisione strategica di focalizzarsi principalmente sulle telecomunicazioni e di farne il suo core business. Proprio per questo motivo le divisioni industriali di base e tutte le attività diverse dalle telecomunicazioni furono cedute alla fine degli anni '90.

Lungo tutti i suoi anni di storia aziendale, l'azienda si è trasformata più volte, fino a diventare alla fine degli anni '90 il leader mondiale nei telefoni cellulari; posizione che mantenne per più di 10 anni.

3.4 Cronologia dell'unione tra Microsoft Corporation e Nokia

Microsoft e Nokia hanno lavorato per la prima volta a stretto contatto su Windows Phone nel 2011, anche se la prima collaborazione avuta tra le due società risale ad anni prima, in particolare al 2005, quando le due società hanno collaborato per aiutare a trasferire i file Windows Media Audio sui telefoni Nokia.

Questa relazione fu poi ripresa nel 2009 per creare una versione mobile di Microsoft Office che potesse essere eseguita sui telefoni Symbian di Nokia.

A seguire, l'11 febbraio 2011, Nokia annunciò una partnership strategica con Microsoft, che avrebbe permesso di sfruttare il dominio di Microsoft nel software e di Nokia nell'hardware. La collaborazione ha portato Nokia ad usufruire di licenze Windows Phone sui propri cellulari di ultima generazione. Tale partnership rendeva Microsoft un concorrente chiave per riportare Nokia in prima linea nella rivoluzione degli smartphone. La speranza era quella di rafforzare l'ecosistema mobile di Windows ad un livello tale da poter competere con le piattaforme Android di Google e iOS di Apple. È opportuno sottolineare che tale partnership non era in grado di comparare la propria posizione a quella di Samsung e Apple, per quanto comunque avesse portato ad una crescita dei Nokia Windows Phone nel mercato degli smartphone; furono infatti i telefoni in più rapida crescita nel mercato con Nokia responsabile dell'87% di tutte le vendite.

La forte presenza di Android e iOS nel mercato degli smartphone forse avrebbe dovuto mettere in guardia Windows e Nokia sull'efficacia di un'eventuale acquisizione tra le due aziende, acquisizione che si realizzò poi nel 2014, ma che terminò con un fallimento.

Furono però proprio i risultati non molto soddisfacenti, lontani da quelli sperati, che portarono le due società ad unire maggiormente le forze, diventando una sola azienda, in quanto fu ritenuto l'unico modo per smuovere la situazione e ottenere risultati più performanti.

Infatti, due anni dopo l'annuncio della partnership tra le due società, il 3 settembre 2013, Microsoft annunciò che avrebbe acquisito la divisione di telefonia mobile di Nokia (NDS) per 5,44 miliardi di euro in contanti (7,2 miliardi di dollari). Nokia avrebbe venduto a Microsoft tutte le sue attività Devices & Services, le relative attività di vendita e marketing, gli impianti di produzione di Nokia Devices & Services, le business unit Mobile Phones e Smart Devices, così come i marchi "Lumia" e "Asha", nonché un team di progettazione leader del settore, e le relative funzioni di supporto.

Il 25 aprile 2014 fu completata la transazione per acquisire NDS. Microsoft pagò circa 3,79 miliardi di euro relativi all'acquisto di sostanzialmente tutto il business Devices & Services, e 1,65 miliardi di euro per avere i brevetti Nokia in licenza per 10 anni.

Con questa acquisizione, Microsoft riuscì ad acquisire il controllo dei telefoni cellulari e dei dispositivi intelligenti di Nokia, del team di progettazione, degli accordi di licenza e di circa 32.000 nuovi dipendenti.

3.5 L'obiettivo strategico, le motivazioni dell'acquisizione e i vantaggi previsionali

Per comprendere i vari motivi che hanno spinto le due imprese a concludere l'operazione di acquisizione è necessario fare una breve digressione, descrivendo sinteticamente la discontinuità tecnologica creatasi nel segmento dei telefonini, che portò ad una rapida perdita della quota di mercato da parte di Nokia.

Questa discontinuità si ebbe a seguito più o meno, dell'uscita nel 2007 da parte di Apple del suo iPhone. Tale uscita creò un'intera nuova categoria, lo smartphone, che divenne immediatamente popolare tra gli utenti.

Da un lato vi era Nokia che non riusciva a tenere il passo con le innovazioni, come il *touch screen*, portandola a perdere terreno negli ultimi anni principalmente a favore di Samsung e Apple; dall'altro lato, nemmeno le prestazioni di Microsoft stavano migliorando, a causa soprattutto dalla veemente resistenza di Windows 8 da parte degli utenti di PC, che detestavano la sua ottimizzazione per i dispositivi mobili.

Nel 2013 quindi queste condizioni, tra cui l'aumento della concorrenza e la situazione finanziaria di Nokia, spinsero entrambe le aziende a considerare una soluzione più drastica della semplice partnership.

Alla luce del contesto in cui le due aziende si trovavano, emergono i vari motivi dell'operazione.

In primis è opportuno sottolineare come anche in questa operazione, così come nel caso EssilorLuxottica, un motivo cruciale è stato la complementarità delle competenze tra Microsoft Corp. e Nokia. Con l'acquisizione di quest'ultima da parte di Microsoft Corp. si sarebbe riunito il meglio dell'ingegneria del software, con il meglio dell'ingegneria dei prodotti Nokia, del design, delle vendite, del marketing e della produzione e distribuzione globale; si pensava che questa unione avrebbe portato a prodotti di maggiore qualità.

Con questa combinazione di competenze e persone di talento, da un lato Nokia voleva guadagnare quote di mercato nel mercato emergente degli smartphone grazie al prestigio di Microsoft e del suo OS Windows, dall'altro Microsoft voleva diventare una società software-hardware di tutto rispetto e consentire la diffusione del OS Windows Phone; egli cercava un modo per accelerare la propria entrata nel settore della telefonia mobile e competere meglio con Apple e Google. La logica strategica di Microsoft per l'accordo prevedeva di ostacolare i propri rivali, non cedere il controllo completo del mercato degli smartphone ai competitors, e di non fargli ostacolare l'innovazione.

Con questa acquisizione Microsoft, avrebbe potuto penetrare velocemente questo mercato emergente, integrando le piattaforme, il *branding* e marketing sul fronte dei telefoni, usando la struttura di Nokia, il suo know-how e il suo prestigio, con l'obiettivo di diventare una reale alternativa a IOS e Android. Tutto ciò gli avrebbe permesso di realizzare un prodotto innovativo e all'avanguardia, trovandosi per la prima volta ad avere un controllo completo sul cellulare, sia dal lato hardware che software. Fu il completo controllo di IOS e iPhone che aveva portato Apple al successo, in quanto tutti i costi e i profitti venivano nati e vinti dall'azienda stessa.
L'azienda, inoltre, riteneva che l'aumento delle vendite di smartphone avrebbe portato ad un aumento delle vendite di tablet e di conseguenza dei PC, portandola a raggiungere

il pareggio di 50 milioni di dispositivi più velocemente. L'obiettivo di Microsoft, infatti, era di diventare una società di servizi e dispositivi e non solo di software. Questo scopo è stato alla base di molte acquisizioni compiute dall'azienda.

Le ragioni appena descritte che si celano dietro l'operazione possono essere riassunte riprendendo una dichiarazione di Steve Ballmer, allora CEO di Microsoft, il quale commentò l'acquisizione così: "Una scelta che porta benefici agli impiegati, agli azionisti e ai clienti di entrambe le compagnie. Unendo queste due parti in una sola squadra accelererà la crescita di Microsoft nel settore mobile, in termini di quote di mercato e profitti." Da tale commento emerge come dall'accordo si prevedeva un'accelerazione nella crescita dei profitti di Microsoft nel segmento della telefonia e della quota di mercato, fino a raggiungere il 15% entro il 2018 (nel 2013 era circa il 3%). Si presumeva inoltre, la continua crescita delle azioni e le sinergie sui costi annuali di 600 milioni di dollari entro 18 mesi dalla chiusura dell'accordo, tra marketing, *branding* e pubblicità; un incremento dei profitti sui dispositivi Windows Phone quattro volte maggiori rispetto a quanto avrebbe fatto se non avesse posseduto la tecnologia Nokia, che si traduce in un incremento del margine lordo di contribuzione di $ 30 per ogni telefono venduto (da $ 10 a $ 40), oltre che un aumento degli utili rettificati per azione e significative opportunità di profitto a lungo termine per gli azionisti.

3.6 Opinioni di analisti sull'operazione di acquisizione

Ci sono state diverse opinioni contrarie all'acquisizione di NDS da parte di Microsoft. Secondo la maggior parte degli esperti, questa operazione era arrivata troppo tardi per impensierire i big del mercato, Apple, Google (Android) e Samsung in primis.

Ben Thompson, analista ed esperto di tecnologia, dichiarò che l'accordo tra Microsoft e Nokia non aveva alcun senso, bensì che l'accordo precedente in cui le due società erano partner era addirittura migliore e meno costoso.

L'operazione fu ritenuta pericolosa anche dagli analisti consultati da Fierce Wireless, i quali ritenevano che il sistema operativo Windows Phone rischiasse di restare vincolato al Lumia**,** perdendo così l'appeal necessario per attirare produttori alternativi di smartphone.

Secondo l'analista Benedict Evans: "la proprietà di Microsoft non cambierà di per sé le vendite di Windows Phone. Semmai, le ridurrà, poiché spinge gli altri OEM a rinunciarvi completamente". Egli riteneva che che qualcos'altro dovesse cambiare, e che non fosse sufficiente l'acquisizione di Nokia per il raggiungimento del suo obiettivo; almeno non nel 2013, quando l'industria degli smartphone era già definita.

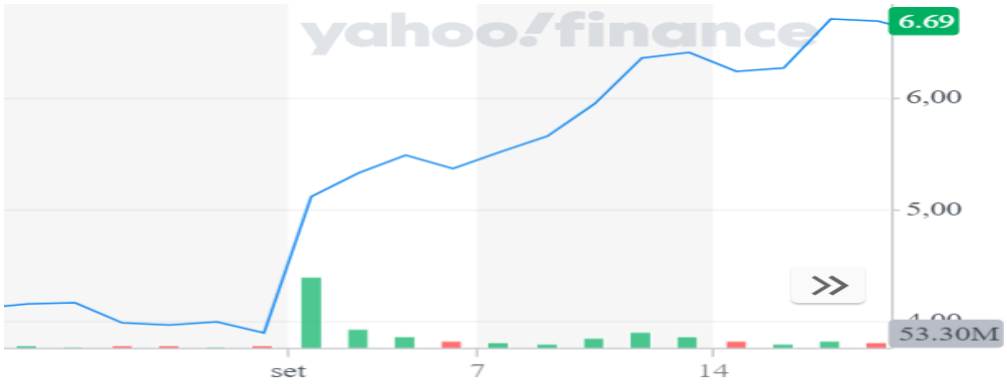
Un giornalista, in un articolo su Business Insider, dichiarò: "Windows è morto, l'ha ucciso Google". Questa affermazione è basata sull'assunto che Windows phone aveva perso in partenza la guerra dei sistemi operativi perché Android, che deteneva in quegli anni l'80% del mercato, era un sistema aperto, che aveva reso i sistemi operativi una commodity per gli sviluppatori.

Molti, dunque, espressero antipatia per l'acquisizione da parte di Microsoft dell'unità mobile di Nokia, vedendo l'accordo come un azzardo essendo Nokia percepita come un'azienda morente.

3.7 Le reazioni finanziarie del mercato all'annuncio

In seguito all'annuncio dell'acquisizione, il titolo di Nokia, come emerge dal *grafico 3.1*, arrivò a guadagnare oltre il 40 per cento in borsa.

Grafico 3.1: Titolo Nokia Corp.

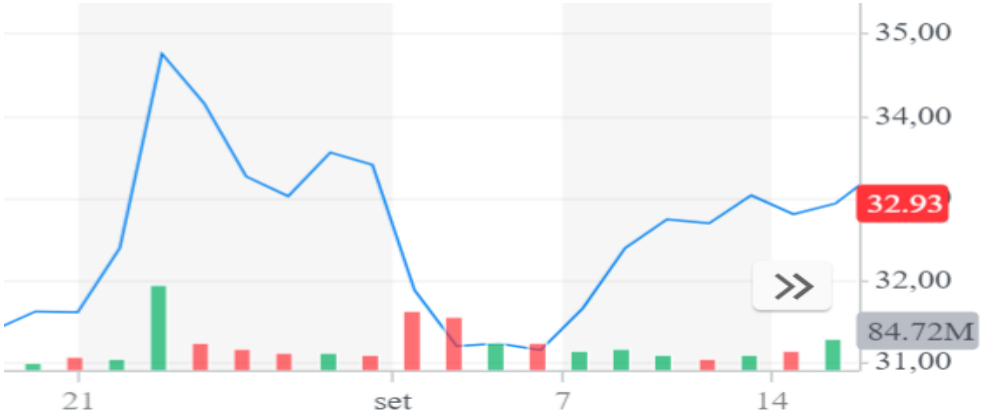


(YCharts,2021)

Le azioni Nokia aumentarono di oltre il 45% nel trading di Helsinki, risollevando le azioni della società che negli ultimi anni avevano subito un notevole decremento, soprattutto a causa della sua incapacità di reagire rapidamente al repentino cambiamento del mercato dei cellulari portato dall'introduzione degli smartphone.

D'altra parte, non vi fu lo stesso entusiasmo da parte degli azionisti per quanto riguarda Microsoft, anzi la notizia dell'acquisizione di Nokia lasciò gli investitori piuttosto freddi. Come infatti si può notare dal *grafico 3.*2, le azioni Microsoft nelle prime fasi di negoziazione dopo l'annuncio scesero di oltre il 5% al di sotto di $32 per azione.

Grafico 3.2: Titolo Microsoft Corp.



(YCharts,2021)

Ciò a dimostrazione della sfiducia degli investitori nei confronti del notevole esborso effettuato per l'operazione. Per quanto Microsoft volesse assumere un ruolo più rilevante nel settore dei cellulari, il dubbio sull'efficacia di possedere l'attività telefonica di Nokia per il raggiungimento dell'obiettivo era consistente.

3.8 Risultanze finanziarie successive all'operazione di acquisizione

Per comprendere l'andamento della performance di Microsoft Corp. a seguito dell'operazione di acquisizione del segmento Devices & Services di Nokia, e per capire se le aspettative dichiarate da Microsoft all'annuncio dell'acquisizione siano state rispettate, viene effettuata un'analisi finanziaria della società Microsoft Corp. In particolare, dopo una rapida descrizione dell'andamento complessivo dell'azienda, si passerà ad una analisi dettagliata del segmento dei cellulari.

Per quanto riguarda i principali risultati finanziari dell'azienda, descritti nel sottostante *grafico 3.3,* vediamo come le entrate complessive dell'azienda nel 2016, rettificate per i differimenti delle entrate di Windows 10 e per le spese di svalutazione, integrazione e ristrutturazione, siano state di $92,0 miliardi, 2 miliardi in meno rispetto il 2015. Il 2015 invece è stato caratterizzato da un incremento dei ricavi rispetto all'anno precedente di circa il 7% pari a $6,7 miliardi.

Il reddito operativo ammonta a $ 27,9 miliardi nel 2016, -1% rispetto al 2015, anno in cui il risultato operativo invece è aumentato dell'1,3% rispetto al 2014.

Grafico 3.3: Main financial results

	Twelve Months Ended June 30,			
($ in millions, except per share amounts)	Revenue	Gross Margin	Operating Income	Earnings per Share
2014 As Reported (GAAP)	**$86,833**	**$59,755**	**$27,759**	**$2.63**
Impairment, Integration, and Restructuring Charges	-	-	127	0.01
2014 As Adjusted (Non-GAAP)	**$86,833**	**$59,755**	**$27,886**	**$2.64**
2015 As Reported (GAAP)	**$93,580**	**$60,542**	**$18,161**	**$1.48**
Impairment, Integration, and Restructuring Charges	-	-	10,011	1.15
2015 As Adjusted (Non-GAAP)	**$93,580**	**$60,542**	**$28,172**	**$2.63**
Percentage Change Y/Y (GAAP)	8%	1%	(35)%	(44)%
Percentage Change Y/Y (Non-GAAP)	8%	1%	1%	(0)%

	Twelve Months Ended June 30,			
($ in millions, except per share amounts)	Revenue	Operating Income	Net Income	Diluted Earnings per Share
2015 As Reported (GAAP)	**$93,580**	**$18,161**	**$12,193**	**$1.48**
Impairment, Integration, and Restructuring Expenses	-	10,011	9,494	$1.15
2015 As Adjusted (non-GAAP)	**$93,580**	**$28,172**	**$21,687**	**$2.63**
2016 As Reported (GAAP)	**$85,320**	**$20,182**	**$16,798**	**$2.10**
Net Impact from Windows 10 Revenue Deferrals	6,643	6,643	4,635	0.58
Impairment, Integration, and Restructuring Expenses	-	1,110	895	0.11
2016 As Adjusted (non-GAAP)	**$91,963**	**$27,935**	**$22,328**	**$2.79**
Percentage Change Y/Y (GAAP)	(9)%	11%	38%	42%
Percentage Change Y/Y (non-GAAP)	(2)%	(1)%	3%	6%

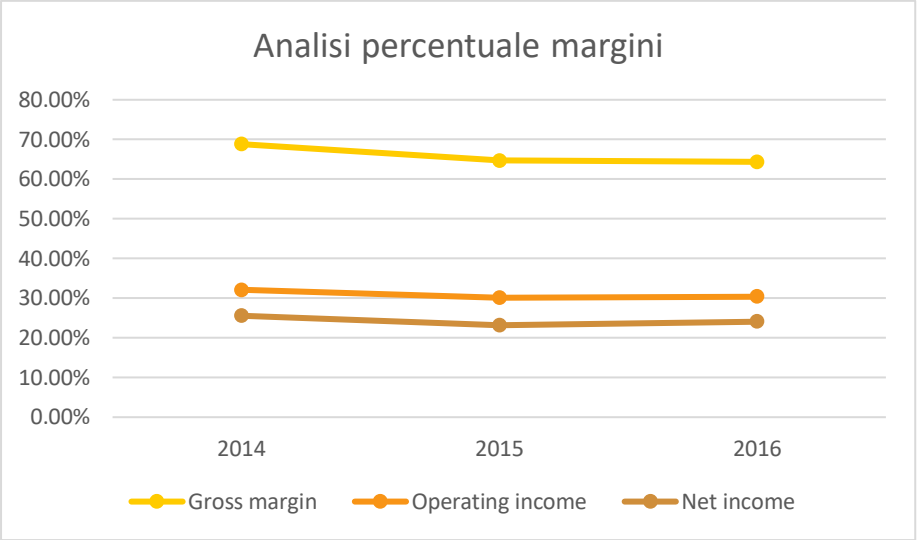
(Microsoft Press Release, 2016)

Alla fine del quarto trimestre del 2015, il rapporto Basic Earning Power (BEP)[7] di Microsoft, nonostante un incremento del valore delle attività dell'azienda di $ 4 miliardi, era di circa il 10%, inferiore rispetto al 16% relativo all'ultimo trimestre del 2014. Ciò a dimostrazione che l'acquisizione dell'unità della telefonia Nokia non ha aggiunto alcun valore alla Microsoft.

Per comprendere ancora meglio l'andamento dell'azienda, osserviamo il *grafico 3.4,* in cui vengono rappresentati i margini in percentuale ai ricavi.

[7] **BEP**: è una misura dell'efficienza dell'azienda nel produrre guadagni rispetto alle sue attività. La formula di base del rapporto di potere di guadagno è semplice e prende l'utile prima di interessi e tasse (EBIT) e lo divide per il totale delle attività.

Grafico 3.4: Analisi percentuale dei margini rettificati

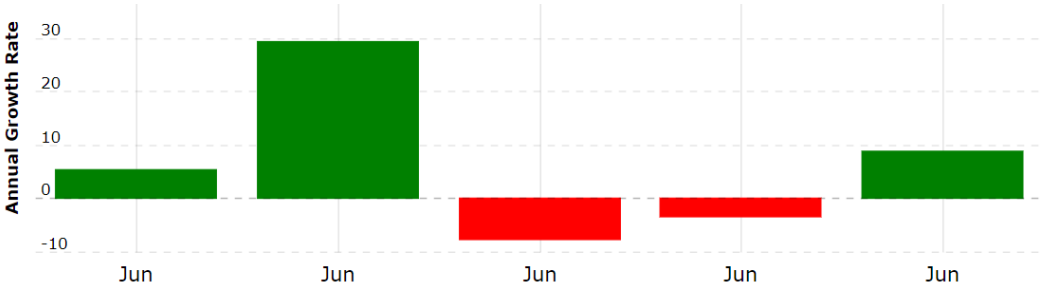


	2014	2015	2016
Gross margin	68.82%	64.70%	64.36%
Operating income	32.11%	30.10%	30.38%
Net income	25.57%	23.17%	24.14%

(elaborazione personale)

Si può notare dalla figura come i margini, dopo aver subito dei cali tra il 2014 e il 2015, rimangono sostanzialmente stabili. Questo calo riflette, tra le varie motivazione, la non strategica acquisizione di NDS da parte di Microsoft. Tale scelta come si può vedere dal *grafico 3.5*, ebbe un impatto anche sul tasso di crescita annuale dell'azienda.

Grafico 3.5: annual growth rate 2013-2017



(macrotrends, 2021)

Il tasso annuale di crescita subisce una riduzione nel 2015, a seguito anche dell'acquisizione di NDS, per poi riprendere ad avere un valore positivo nel 2017.

I risultati ottenuti dall'acquisizione furono lontani dalle aspettative; questo portò Microsoft a iscrivere nel bilancio del 2015 una svalutazione di 7,6 miliardi di dollari sugli *asset* legati all'acquisizione di NDS, costata 7,2 miliardi. Si tratta di una riduzione pari ad oltre il 50% del valore delle attività acquistate nel 2014.

Relativamente alle spese operative è opportuno sottolineare che le spese di ricerca e sviluppo sostenute nel 2015 aumentarono di $ 665 milioni cioè del 6% rispetto al 2014, principalmente a causa dell'aumento degli investimenti in nuovi prodotti e servizi, comprese le maggiori spese NDS di $ 739 milioni compensate in parte dalla riduzione delle spese relative al personale. Durante gli anni fiscali 2016, 2015 e 2014, le spese di ricerca e sviluppo furono rispettivamente di $ 12,0 miliardi, $ 12,0 miliardi e $ 11,4 miliardi pari rispettivamente al 14%, 13% e 13% dei ricavi.

Conseguentemente alla riduzione dei costi pubblicitari e di marketing e soprattutto delle spese relative al personale, i sales e marketing costs nel 2015 diminuirono di 98 milioni di dollari rispetto al 2014 anche se in parte compensate da un aumento delle spese NDS, con un impatto sui ricavi del 17%, un punto percentuale in meno rispetto il 2014. Dal 2013 al 2014 invece, questi costi aumentarono di $ 535 milioni a causa delle spese NDS.

Le spese generali e amministrative del 2015 sono invece più o meno comparabili a quelle dell'anno precedente, subirono solo una lieve riduzione. È evidente, dunque, che nel complesso non emergono grandi sinergie di costi.

Per analizzare però con maggiore chiarezza l'impatto che l'acquisizione di NDS ha provocato all'azienda Microsoft Corp., viene analizzato dettagliatamente il *grafico 3.6* relativo al segmento Devices and Consumer che include l'unità hardware phone.

È opportuno sottolineare che gli anni a cui i dati contabili dell'azienda fanno riferimento, si riferiscono al mese di giugno.

Grafico 3.6: Segment results of operations

(In millions, except percentages)	2015	2014	2013	Percentage Change 2015 Versus 2014	Percentage Change 2014 Versus 2013
Revenue					
Licensing	**$14,969**	$19,528	$19,427	(23)%	1%
Hardware:					
Computing and Gaming Hardware	**10,183**	9,093	6,149	12%	48%
Phone Hardware	**7,524**	1,982	0	*	*
Total Devices and Consumer Hardware	**17,707**	11,075	6,149	60%	80%
Other	**8,825**	7,014	6,431	26%	9%
Total Devices and Consumer revenue	**$ 41,501**	$37,617	$32,007	10%	18%
Gross Margin					
Licensing	**$13,870**	$17,439	$16,985	(20)%	3%
Hardware:					
Computing and Gaming Hardware	**1,788**	892	956	100%	(7)%
Phone Hardware	**701**	54	0	*	*
Total Devices and Consumer Hardware	**2,489**	946	956	163%	(1)%
Other	**2,022**	1,393	1,951	45%	(29)%
Total Devices and Consumer gross margin	**$ 18,381**	$19,778	$19,892	(7)%	(1)%

**not meaningful*

(Microsoft Report, 2015)

Analizzando i dati di Microsoft nel segmento Devices and Consumer nel corso degli anni, e facendo un confronto tra il 2014, anno in cui si è conclusa l'operazione di acquisizione e il 2015, anno successivo l'operazione, si nota come complessivamente le entrate di D&C nel 2015 siano aumentate di 3,9 miliardi di dollari ovvero del 10% rispetto all'anno 2014. Esse ammontano ad un valore di 41501 milioni di euro pari al 44% dei ricavi totali di Microsoft. La diminuzione delle entrate da Windows OEM, licenze di Sistema operativo Windows Phone e Office Consumer è stata più che compensata principalmente dalle maggiori entrate da Surface, pubblicità di ricerca e di un anno intero di vendite di hardware per telefoni.

Il margine lordo di D&C invece è diminuito del 7% pari a 1,4 miliardi di dollari, come conseguenza dell'aumento del costo del venduto di $ 5,3 miliardi cioè del 30%, causato maggiormente dai costi sostenuti per l'hardware del telefono.

Focalizzandoci su ogni singola voce di tale segmento emerge che:

- le entrate di D&C Licensing hanno subito un decremento del 23% rispetto al 2014, a causa di minori entrate da Windows OEM, licenze Windows Phone e Office Consumer, legato anche al calo del mercato dei PC. In particolare, è opportuno sottolineare che la riduzione dei ricavi derivanti dalle licenze del sistema operativo Windows Phone è dovuta all'acquisto di Microsoft del segmento Devices and Services di Nokia (NDS) portando alla fine della loro partnership e dei ricavi provenienti dall'uso di Nokia di OS Windows.

  Analogamente anche il margine lordo di D&C Licensing è diminuito del 20%, a causa del calo delle entrate più che proporzionale rispetto alla diminuzione di 990 milioni di dollari del costo delle entrate;

- le entrate del segmento hardware per computer e giochi sono aumentate nel 2015 di 1,1 miliardi di dollari rispetto all'anno precedente, grazie alle maggiori entrate di Surface e all'aumento della domanda dei dispositivi Windows generato dall'entrata nel segmento dei cellulari, anche se tale incremento è stato inferiore all'aumento delle vendite previste pari a 50 milioni di dispositivi.

  Il margine lordo dell'hardware per computer e giochi è aumentato del 100% pari a $ 896 milioni, grazie ai maggiori ricavi legati in particolar modo a Surface Pro 3 ma anche al nuovo segmento per gli smartphone che ha favorito le entrate nel lato giochi e nel segmento dei PC;

- alla luce dell'acquisto di NDS avvenuto ad aprile del 2014, il fatturato di Phone Hardware è aumentato di 5,5 miliardi di dollari nel 2015, passando da 1982 milioni di euro nel giugno 2014, pari al 2,3% dei ricavi totali, a 7524 milioni nel 2015, pari all'8% dei ricavi totali. Nel 2016 invece, i ricavi dei telefoni sono

diminuiti del 56% per un ammontare di circa $ 4,2 miliardi; questi ricavi sono provenienti dalla vendita di 13,8 milioni di telefoni Microsoft Lumia e 75,5 milioni di altri telefoni nell'anno fiscale 2016, rispetto ai 36,8 milioni e 126,8 milioni venduti, rispettivamente, nell'anno fiscale 2015.

È opportuno evidenziare che prima dell'acquisizione di NDS, i risultati finanziari legati alle iniziative strategiche di Microsoft con Nokia si riflettevano nel segmento D&C Licensing; a seguito dell'acquisto di NDS, si è creato il segmento phone hardware.

Anche il margine lordo è incrementato di $ 647 milioni, grazie all'incremento dei ricavi, nonostante l'aumento dei costi del ricavo di $ 4,9 miliardi, di cui $476 milioni di ammortamento delle attività immateriali acquisite nell'anno fiscale 2015;

- le entrate di D&C Other sono aumentate del 26%, conseguentemente ai maggiori incassi provenienti dalle pubblicità sui motori di ricerca, videogiochi proprietari incidendo sull'aumento del margine lordo del 45%.

Dal confronto tra il 2014 e l'anno prima dell'acquisizione, emergono che i ricavi di D&C sono aumentati di $ 5,6 miliardi anche grazie all'acquisizione di NDS mentre il margine lordo è leggermente diminuito, riflettendo un aumento del costo dei ricavi di cui $1,9 miliardi a causa di NDS.

- I ricavi di D&C Licensing sono aumentati dell'1%, principalmente trainati dall'aumento delle entrate di Windows Phone conseguentemente alla partnership con Nokia, conclusa in concomitanza con l'acquisizione di NDS.

  Il margine lordo è aumentato di $ 454 milioni a seguito di una riduzione del 14% dei costi.

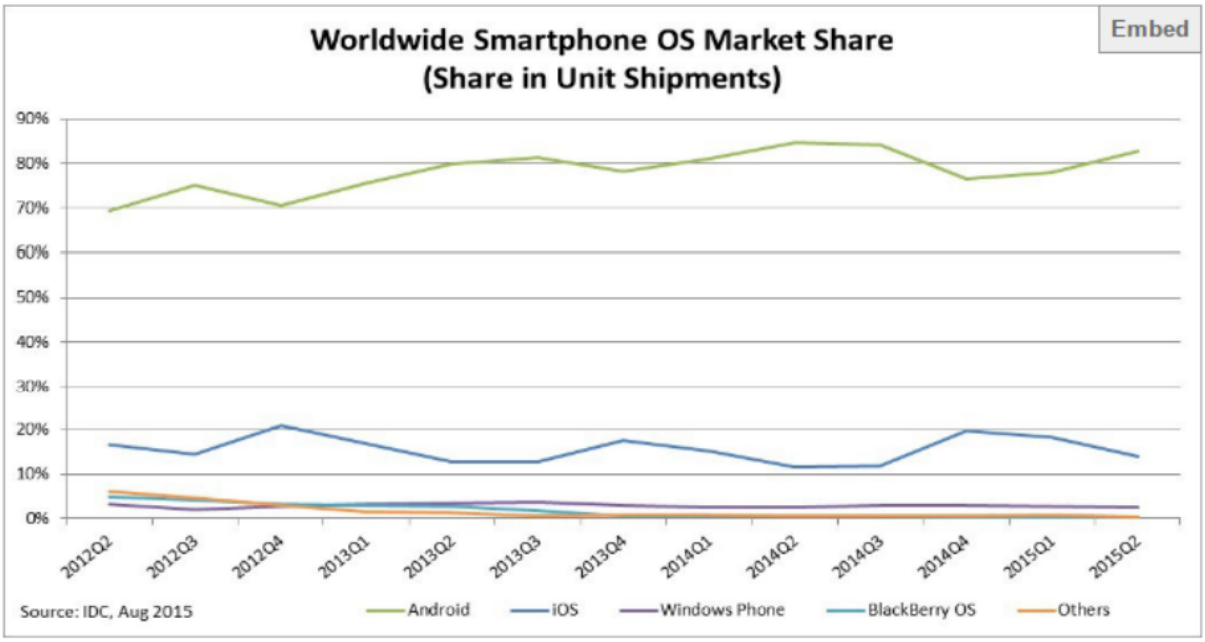
- Le entrate dell'hardware per computer e giochi sono aumentate di $ 2,9 miliardi mentre il margine lordo è leggermente diminuito, a causa di un aumento del costo.
- Il fatturato dell'hardware telefonico nel 2014 ammonta a circa 2 miliardi di euro, riflettendo le vendite di 5,8 milioni di telefoni Lumia e 30,3 milioni di altri telefoni a seguito dell'acquisizione di NDS.

La redditività dell'unità mobile è stata valutata calcolando l'indice ROS. Tale indice nel 2014 era pari al 2,72% per poi aumentare di circa 7 punti percentuali nel 2015. Ovviamente bisogna tener conto che nell'anno 2014 stiamo considerando i ricavi di solo due mesi, dalla fine di aprile, data in cui è stata completata l'acquisizione alla fine di giugno, mese a cui fanno riferimento i dati annuali contabili dell'azienda. L'indice relativo al 2016 invece non è stato possibile calcolarlo in quanto, in seguito alla scarsa redditività proveniente dal segmento hardware phone, tale segmento fu incorporato nell'unità More Personal Computing che incorpora a sua volta altre voci.

Malgrado, quindi, il grosso investimento sostenuto da Microsoft per l'acquisizione del segmento Devices and Services di Nokia, le vendite hanno sempre stentato a decollare, in particolare, come già precedentemente descritto, hanno subito una notevole riduzione tra l'anno 2015 e 2016. Il tentativo di integrazione non ha avuto un esito positivo.

Per di più, come è possibile notare dal *grafico 3.7 e 3.8,* nonostante il mercato degli smartphone fosse in crescita, le quote di mercato negli ultimi anni relative a windows phone rispetto alla concorrenza sono state minime, ben lontane dall'obiettivo di raggiungere il 15% entro il 2018.

Grafico 3.7: Smartphone market share



(Idc,2015)

Grafico 3.8

Period	Android	iOS	Windows Phone	Others
2016Q1	83.4%	15.4%	0.8%	0.4%
2016Q2	87.6%	11.7%	0.4%	0.3%
2016Q3	86.8%	12.5%	0.3%	0.4%
2016Q4	81.4%	18.2%	0.2%	0.2%
2017Q1	85.0%	14.7%	0.1%	0.1%

Period	Android	iOS	Windows Phone	BlackBerry OS	Others
2015Q2	82.8%	13.9%	2.6%	0.3%	0.4%
2014Q2	84.8%	11.6%	2.5%	0.5%	0.7%
2013Q2	79.8%	12.9%	3.4%	2.8%	1.2%
2012Q2	69.3%	16.6%	3.1%	4.9%	6.1%

(Idc,2017)

Da questi grafici emerge come Windows Phone non sia mai stata davvero una soluzione competitiva, almeno dal punto di vista della quota di mercato. I dispositivi Lumia che furono immessi sul mercato non suscitarono particolare interesse tra i consumatori.

Microsoft, infatti, ha visto la propria quota di mercato nel segmento dei cellulari diminuire costantemente negli anni, in particolare si è ridotta in seguito all'acquisizione della *business unit* di Nokia, passando dal 3,4% nel 2013 a 2,6% nel 2015, a causa anche del passaggio di alcuni produttori di telefoni ad Android. Contrariamente a Microsoft, Android di Google ha guadagnato costantemente quote di mercato nel corso degli anni sfruttando la crescita di mercato.

È dunque facile notare come l'operazione concordata tra Microsoft e Nokia non abbia permesso di raggiungere gli obiettivi prefissati dall'azienda. Per tale motivo Microsoft pochi anni dopo, in particolare nella seconda metà del 2016, decise di dismettere la sua divisione mobile, nata dagli *asset* Nokia.

Microsoft, infatti, a maggio del 2016, annunciò la vendita della sua divisione *feature phone* Nokia (telefoni e smartphone di fascia bassa) a FIH Mobile LTD, una sussidiaria di Foxconn, e HMD Global, Oy, per 350 milioni di dollari pari a 0,35 miliardi rispetto a quei 7,2 spesi circa due anni prima. L'affare prevedeva anche l'acquisizione della fabbrica vietnamita di Microsoft Mobile, il trasferimento di 4500 dipendenti e la cessione dei diritti per l'utilizzo del brand Nokia, del software, dei servizi, dei contratti e degli accordi con i fornitori.

È opportuno evidenziare che Microsoft con la cessione di Nokia, non è uscita completamente dal business mobile, ma ha continuato a supportare la serie Lumia, oltre che le compagnie coi quali c'era un accordo per l'utilizzo del sistema operativo mobile, come Acer, Alcatel, HP, Trinity e VAIO e a sviluppare smartphone Windows Phone.

Dietro la riduzione delle vendite dei dispositivi Windows Phone e ad una riduzione dei posti di lavoro, ci sono stati una serie di passi falsi compiuti da Microsoft Corp.

Microsoft non solo non è stata capace di creare abbastanza sinergie, ma non è nemmeno riuscita a creare valore sfruttando le eccellenti credenziali e l'abilità manifatturiera di Nokia.

3.9 Motivi di fallimento dell'operazione di acquisizione

Ci sono diversi motivi dietro il fallimento dell'acquisizione del segmento dei cellulari di Nokia da parte di Microsoft.

Uno dei principali è stato la cattiva gestione culturale: Microsoft Mobile è la dimostrazione di come le differenze nella cultura nazionale possono aggravare condizioni che sono già precarie. È opportuno sottolineare che Microsoft acquisì circa 32.000 dipendenti da Nokia, dipendenti che provenivano da una cultura completamente diversa. Queste differenze aumentarono la complessità inerente al processo di integrazione post-fusione.

Una prima differenza netta era il modo di comunicare. Tradizionalmente i finlandesi non sono comunicatori aperti, contrariamente agli americani che tendono ad essere più aperti e schietti. Questa differenza causò frustrazione tra i dipendenti e ostacolò la loro capacità di collaborare. Difficoltà aggravata anche dall'uso della lingua, in quanto nonostante Nokia fosse un'entità multinazionale consolidata, e quindi l'inglese era già una lingua ampiamente utilizzata all'interno dell'azienda, molti dipendenti di Microsoft Mobile notarono che il non essere in grado di parlare finlandese ti rendeva un po' un estraneo; soprattutto se si considera che la sede centrale di Microsoft Mobile era in Finlandia.

Le differenze culturali, se da un lato possono portare a una maggiore creatività all'interno delle aziende, come accaduto per l'acquisizione Disney-Pixar, dall'altro possono anche con una non adeguata gestione, generare aspri conflitti.

È opportuno sottolineare che in realtà l'acquisizione di Nokia da parte di Microsoft era destinata a fallire.

L'accordo infatti era stato guidato dalla logica che qualsiasi tentativo di competere con Apple e Google fosse meglio di niente. Ciò portò Microsoft-Nokia ad entrare nel segmento degli smartphone anche se ormai troppo tardi in quanto già dominato da Samsung e Apple. Questo accordo fu spinto da una fretta incontrollata da parte delle due aziende, frenesia di voler cambiare velocemente la situazione in cui si trovavano, portandole a fare una corsa contro il tempo per trovare nel più breve tempo possibile i termini dell'accordo.

Vi fu una mancanza di prudenza del management, evidente anche dalla grande quantità di licenziamenti attuati da Microsoft relativi a Microsoft Mobile. Se Microsoft avesse esercitato un livello di pazienza maggiore, avrebbe potuto magari prosperare e realizzare molte delle sinergie ricercate. Il management cadde invece in una sorta di trappola emotiva legata al ritardo di Microsoft all'interno del segmento dei cellulari; le correnti emotive causarono una miopia temporale, un'eccessiva attenzione all'innovazione a breve termine a scapito di attività più vantaggiose a lungo termine.

È opportuno evidenziare che la società era rimasta molto indietro rispetto ad Apple e Android nelle guerre tra piattaforme. Fu proprio la pressione di questi due competitors a portare Microsoft ad avere un comportamento miope spingendola ad acquistare il segmento Devices and services di un'azienda già consolidata come Nokia ad un prezzo molto alto.

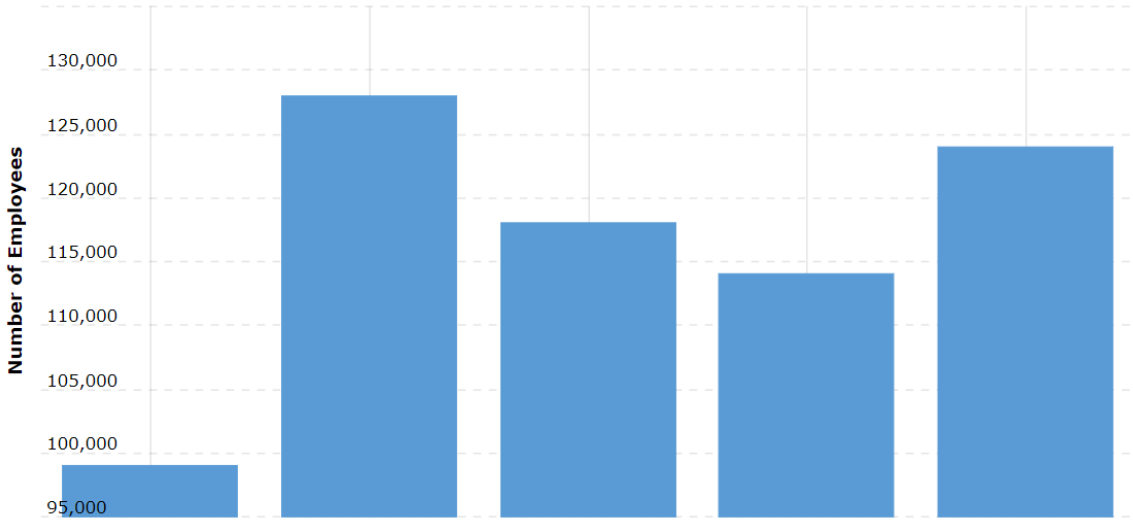
Il "pagare troppo" è un ulteriore fattore che ha contribuito all'insuccesso dell'operazione. Questo aspetto trova riscontro nella letteratura scientifica esaminata di Goold, Campbell e Alexander, definendolo come uno dei fattori critici di insuccesso di una M&A. È opinione comune che Microsoft abbia pagato troppo per un'azienda che non era redditizia da diversi anni. Microsoft ha apparentemente sopravvalutato Nokia e successivamente pagato in eccesso per la società acquisita. Da quel momento, Microsoft ha cancellato la maggior parte del prezzo di acquisto dall'accordo.

In molti hanno giudicato miope anche la scelta di Elop, allora CEO di Nokia ma con un passato in Microsoft, il quale decise di usare esclusivamente Windows Phone, lasciando da parte sistemi operativi molto più diffusi e di successo come Android. Sopraggiungendo da Microsoft, non riuscì a capire che la differenziazione di Nokia non risiedeva nel software, ma in tutto il resto nella catena del valore.

Un altro aspetto critico fu la mancanza di una visione chiara e definita, oltre che alla poca fiducia riposta nell'acquisizione. Poca fiducia tra gli azionisti, come analizzato in precedenza, tra i leader, tant'è che il consiglio di amministrazione di Microsoft inizialmente era diviso sulla saggezza della mossa, con Ballmer a favore e altri membri del consiglio contrari, ma anche tra i dipendenti. Non solo non si condivideva la stessa passione per la fusione ma a creare maggiore incertezza e paura per i dipendenti furono i vari licenziamenti avvenuti negli anni.

Dal *grafico 3.9* sottostante, si nota l'andamento del numero dei dipendenti dal 2013 al 2017.

Grafico 3.9: Numero di dipendenti



(macrotrends,2021)

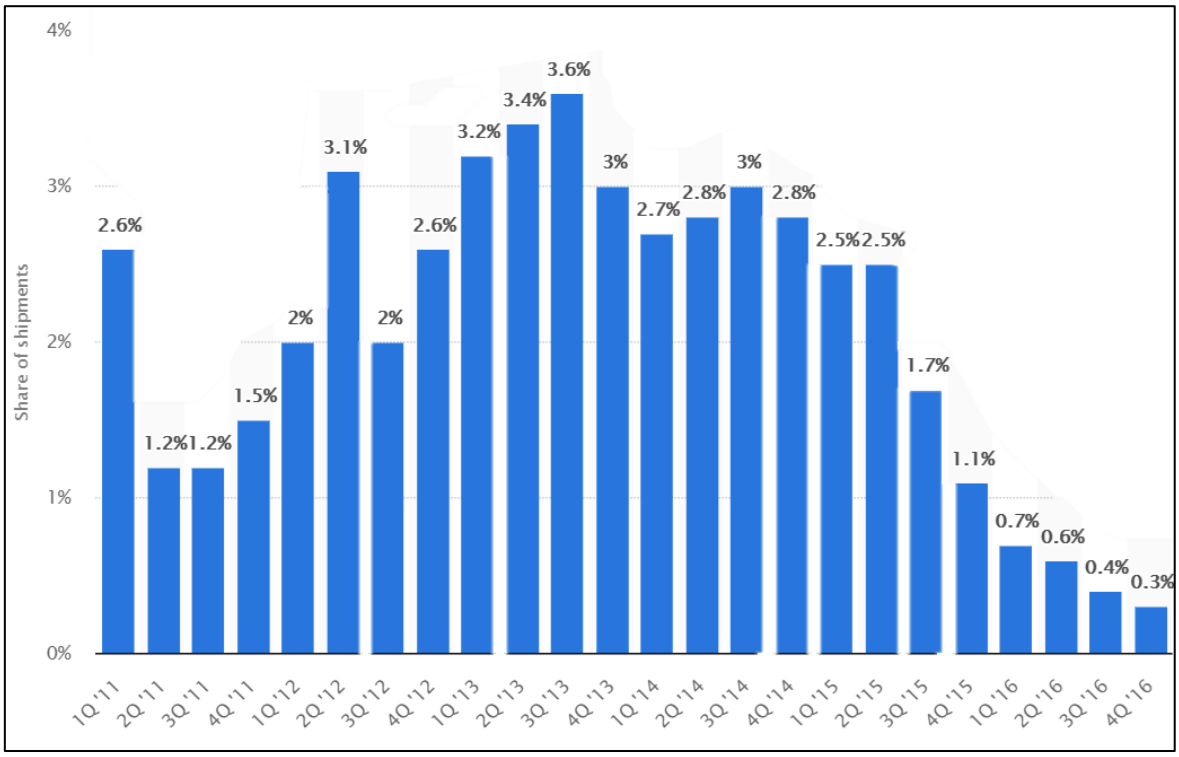
In base al piano di integrazione hardware del telefono, terminato il 30 giugno 2015, Microsoft eliminò circa 19.000 posizioni. Il 30 giugno 2015, si contavano in Microsoft circa 118.000 impiegati a tempo pieno di cui 39.000 erano nella ricerca e sviluppo di prodotti, 29.000 nelle vendite e nel marketing, 32.000 nei servizi di assistenza e consulenza sui prodotti, 8.000 nella produzione e distribuzione e 10.000 in generale e amministrazione. Il piano di ristrutturazione approvato da Microsoft portò all'eliminazione di circa ben 7.400 posizioni nell'anno 2016, principalmente all'interno dell'unità hardware per telefoni. Il 30 giugno 2016, in Microsoft si contavano circa 114.000 lavoratori.

Ad incrementare questo stato di agitazione generale fu anche la scarsa comunicazione dell'azienda, oltre al cambiamento di leadership di Nokia, e del CEO di Microsoft. Ballmer, infatti, aveva accettato l'accordo mentre si dimetteva, passando il suo ruolo a Nadella, il quale aveva mostrato all'inizio scarso interesse per la divisione Microsoft Mobile.

3.10 Conclusione

A seguito dell'analisi dell'acquisizione della business unit Devices & Services di Nokia da parte di Microsoft Corp., a circa due anni dall'operazione, è possibile affermare che non si è avuto l'impatto sulla performance aziendale che ci si aspettava. Gli obiettivi prefissatisi dall'azienda non sono stati soddisfatti; in particolar modo come si evince dal *grafico 3.10,* la quota di mercato dell'azienda nel settore mobile non è stata in linea con le aspettative ma addirittura si è ridotta.

Grafico 3.10: Microsoft phone market share



(Statista,2021)

Il punto chiave è che il mercato era già piuttosto saturo, con aziende forti e dalla posizione ben consolidata. Questo ha fatto sì che l'entità combinata non sia stata in grado di raccogliere alcun vantaggio in termini di sinergia; le vendite non erano sufficienti per diventare un grosso player nel settore smartphone sul lungo termine, ma ha invece evidenziato ancora di più le problematiche delle singole aziende. Con il tempo le leggi del mercato hanno decretato l'insuccesso dei nuovi Lumia, spesso accolti in modo positivo, ma mai del tutto apprezzati dal pubblico.

Come si nota nel *grafico 3.11*, le vendite dei Lumia passarono da 36,8 milioni nel 2015 a 13,8 milioni nel 2016.

Grafico 3.11

	2015	2016
ricavi	7524	3324
Lumia venduti	36,8	13,8

(elaborazione personale)

È stato un declino costante che spinse Microsoft a dedicarsi sempre di più alle versioni desktop del suo sistema e ad una maggiore apertura verso prodotti e sistemi esterni di maggior successo.

Nonostante le due aziende già si conoscessero, avendo già lavorato insieme precedentemente, ciò non è stato sufficiente per il successo dell'acquisizione. Tale risultato trova riscontro nella letteratura scientifica esaminata nella prima parte dell'elaborato. Infatti, il non rispetto di molti dei fattori critici di successo descritti ha contribuito all'andamento non positivo dell'azienda, in quanto è opportuno ricordare che è sufficiente che uno solo di questi fattori non sia rispettato per causare un completo fallimento dell'operazione.

CONCLUSIONI

Nel corso dell'elaborato sono state analizzate dettagliatamente le operazioni straordinarie di fusione e acquisizione, considerate come una delle strategie più efficaci nei processi di crescita per via esterna.

In questo lavoro sono stati analizzati diversi temi riguardanti le M&A, tra cui le motivazioni principali che si celano dietro tali operazioni e i loro fattori critici di (in)successo. La complessità però di queste operazioni si è manifestata alla luce della grande mole di studi effettuati, che hanno portato a visioni e opinioni discordanti.

Sono inoltre stati esaminati due casi di M&A. Questi non sono altro che degli esempi di come vengono effettuate tali operazioni, di quali sono effettivamente i motivi, i fattori di (in)successo e i benefici attesi.

In questi casi inoltre sono state analizzate le performance ottenute a seguito dell'operazione e confrontate con i benefici che erano stati annunciati. È opportuno sottolineare però che tra i limiti della ricerca vi è l'arco temporale breve di analisi rispetto ad una analisi longitudinale dei dati che avrebbe dovuto essere più ampia.

Nel primo caso, la scelta di Essilor e Luxottica di fondersi è dettata principalmente da una volontà delle due aziende di crescita ed espansione nel settore dell'occhialeria oltre che dalla volontà di voler ridurre i costi e i tempi di sviluppo. Infatti, il loro principale obiettivo era di curare quante più persone possibili e di incrementare la distribuzione in aree geografiche in cui fino a quel momento si era prestata minore attenzione.

L'ampliamento dei canali distributivi, la realizzazione di prodotti innovativi e di qualità, grazie all'integrazione delle conoscenze complementari delle due aziende, hanno portato ad un notevole incremento delle vendite e dei profitti già un anno dopo la fusione. Oltre ai benefici finanziari, le aziende hanno anche beneficiato del know-how, delle competenze e delle risorse proprie delle aziende coinvolte.

Le operazioni di M&A come si è visto, possono portare dunque numerosi vantaggi, i quali possono essere interrotti o rallentati da eventi esterni come la pandemia di Covid19. È qui però che si è vista l'efficacia e la solidità dell'operazione. Nonostante un inevitabile impatto finanziario legato alle varie restrizioni avute durante il 2020, la società è comunque riuscita a contenere i vari costi e a riprendersi già nella seconda metà dell'anno fino a riportarsi nel primo semestre del 2021 in linea con il 2019, anno pre-pandemico. Tutto ciò è stato reso possibile grazie ad un management efficace, alla fiducia degli azionisti e dei dipendenti, ad un team di integrazione, caratterizzato da membri di entrambe le aziende e nominato per seguire l'integrazione delle due società; questo processo di integrazione ha continuato durante l'anno della pandemia, procedendo in linea con quanto era stato dichiarato.

EssilorLuxottica ha dunque tutte le carte in regola, sempre che non ci siano ulteriori restrizioni, per concludere l'operazione con successo e guadagnare entro il 2023 le sinergie che erano state annunciate, grazie alla riorganizzazione e integrazione aziendale, alla condivisione dei centri di R&D e alla riduzione dei costi fissi legati al singolo occhiale; quest'ultimo aspetto è una conseguenza del pieno controllo, in tutte le fasi della filiera produttiva, che la società ha sul prodotto.

Per quanto riguarda l'acquisizione del segmento Devices & Services di Nokia da parte di Microsoft, è opportuno evidenziare come questa sia dettata da una volontà di Microsoft di diversificare il proprio business, ma soprattutto dalla volontà di far crescere la propria posizione nel segmento degli smartphone e quindi espandersi anche sotto un profilo finanziario. Il principale obiettivo dell'acquirente, infatti, era proprio di raggiungere un'elevata quota di mercato nel segmento dei cellulari, oltre che crescere i profitti grazie alle sinergie derivanti da tale operazione.

La dinamicità del mercato e la sua continua evoluzione impongono alle imprese la necessità di adattarsi a tali cambiamenti per sopravvivere. Come già detto precedentemente, questo è quanto è successo a Nokia, un'azienda che non era stata in grado di affrontare la discontinuità tecnologica provocata dagli smartphone.

Nokia, nonostante fosse stata leader di mercato nel settore dei telefoni, stava vivendo anni di crisi, e quindi una ristrutturazione era necessaria per continuare ad avere un ruolo di primo piano nel lungo periodo. Questa operazione, sebbene il grande esborso effettuato da Microsoft, si rivelò però lontana dalle aspettative. A causa di una concorrenza già consolidata, non portò né ad una crescita sostanziale delle vendite dei cellulari, né tantomeno ad un incremento rilevante della market share.

L'azienda non è stata in grado di beneficiare a pieno del know-how e delle risorse dell'azienda acquisita. Inoltre, non è stata nemmeno in grado di gestire al meglio il processo di integrazione della nuova azienda, fase che come più volte sottolineato è critica affinché un'operazione di M&A abbia successo. A rendere ancora più complicata la situazione ci fu anche un cambio di CEO in Microsoft che creò comunque dei disagi all'interno dell'organizzazione.

Con la disamina di questi due casi, si è evidenziato come la presenza di determinati fattori critici esaminati nella prima parte dell'elaborato, abbiano contribuito al successo di EssilorLuxottica, ma allo stesso tempo come la loro assenza abbia portato al fallimento dell'acquisizione Microsoft-Nokia.

BIBLIOGRAFIA

Agrawal, A., Jaffe, J.F., Mandelker, G.N., (1992), "The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly" in Journal of Finance 47, 1605-1621.

Andrade, G., Mitchell, M., Stafford, E., (2001)," New Evidence and Perspectives on Mergers", in Journal of economic perspectives, VOL. 15, NO.2 (PP. 103-120).

Ashkenas, R., DeMonaco, L.J., Francis, S., (1998), "Making the deal real: how GE Capital integrates acquisitions", in Harvard Business Review 76(1):165-70, 172, 174-8.

Perkovich, E., Narayanan, M.P., (1993)," Motives for Takeovers: An Empirical Investigation", in The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 28, No. 3, pp. 347-362, Cambridge, Cambridge University Press.

Borodin, A., Korkyt, S.Z., Islyam, G.T., Panaedova, G., (2020), "Impact of mergers and acquisitions on companies' financial performance", in Journal of International Studies, 13(2), 34-47.

Bower, Joseph L., (2001), "Not All M&As Are Alike – and That Matters", in Harvard Business Review, Boston, Harvard Business School Publishing.

Brouthers, K.D., Hastenburg, P., den Ven, J., (1998)," If most mergers fail why are they so popular?", in Long Range Planning Volume 31, Issue 3, Pages 347-353.

Bruner, R.F, (2004), "Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker".

Caiazza, R., (2011), "Cross-border M&A: determinanti e fattori critici di successo", Torino, G Giappichelli Editore.

Carbonara, G., Caiazza, R., (2008), "Mergers and Acquisitions: Causes and Effects", in The Journal of American Academy of Business, Vol. 14, Num. 2 (2009), Cambridge.

Capasso, A., Meglio, O., (2010), “Fusioni e acquisizioni. Teorie, metodi, esperienze”, Milano, FrancoAngeli.

Dickerson, A.P., Gibson, H.D., Tsakalotos, E., (1997), “The impact of acquisitions on company performance: Evidence from a large panel of U.K. firms” in Oxford Economic Papers 49, 344-361.

DiGeorgio, R. M., (2003), “Making mergers and acquisitions work: What we know and don’t know – Part II”, in Journal of Change Management, 3 (3), 259-274.

Dutta, S., Jog, V. (2009), “The long-term performance of acquiring firms: A reexamination of an anomaly” in Journal of Banking & Finance, 33(8), 1400–141.

Eckbo, E., (1981), “Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth” in Journal of Financial Economics

El Zuhairy, H., Taher, A., Shafei, I., (2015), “Post-Mergers and Acquisitions: the Motives, Success Factors and Key Success Indicators” in Eurasian Journal of Business and Management, 3(2), 1-11.

Epstein, M. J., (2005), “The determinants and evaluation of merger success” in Business Horizons, 48 (1), 37-46.

Epstein, M. J., (2004), “The Drivers of Success in Post-Merger Integration”, in Organizational Dynamics, Vol. 33, No. 2, pp. 174–189.

Franks, Julian, Harris, R. S., Titman, T., (1991), “The Postmerger SharePrice Performance of Acquiring Firms” in Journal of Financial Economics, Vol. 29, No. 1, pp. 81-96.

Gadiesh, O., Ormiston, C., Rovit, S., Critchlow, J., (2001) “The ‘why’ and ‘how’ of merger success”, in European Business Journal, 13(4), 187-193.

Ghosh, A., (2001), “Does operating performance really improve following corporate acquisitions?” in Journal of Corporate Finance 7, 151-178.

Ghosh, A., Jain, P.J., (2000), “Financial leverage changes associated with corporate mergers” in Journal of Corporate Finance 6, 377-402.

Gomes, E., Angwin, D.N., Weber, Y., Tarb, S.Y., (2013), “Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre- and Post-M&A Connections for Improved Performance”, in Thunderbird International Business Review Vol. 55, No. 1.

Healy, P.J., Palepu, K.G., Ruback, R.S. (1992), “Does corporate performance improve after mergers?” in Journal of Financial Economics 31, 135-175.

Heron, R., Lie, E. (2002), “Operating performance and the method of payment in takeovers” in Journal of Financial and Quantitative Analysis 37, 137-156.

Ippoliti, E., (2008), **“**Bigger is better? Impatto economico e conseguenze sociali delle M&A”, in La Grande Onda. Fusioni e acquisizioni, p.116-132.

Jensen, M.C., Ruback, R.S., (1983), “The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence”, in Journal of Financial Economics, Vol.11, Issues 1–4, Pages 5-50.

Kaplan, R., Bertoldi, B., (2015), “Sergio Marchionne at Chrysler”, in Harvard Business Review 9-415-045.

Kiesel, F., Ries, J.M, Tielmann, A., (2017), “The impact of mergers and acquisitions on shareholders' wealth in the logistics service industry” in International Journal of Production Economics, 193, 781-797.

Loderer, C., and Martin. K., (1992), “Postacquisition Performance of Acquiring Firms” in Financial Management, 19: 17-33.

Loughran, T., and Vijh, A., (1997), “Do long term shareholders benefit from corporate acquisitions?” in The Journal of Finance 52, 1765-1790.

Lubatkin, M., (1987), “Merger strategies and stockholder value” in Strategic Management Journal, Vol. 8, 39-53.

Mishra, C.S., (2012), “Post Merger Financial Performance: A Study with Reference to Select Manufacturing Companies in India” in International Research Journal of Finance and Economics 83.

Mitchell, M.L., Mulherin, J.H., (1995), “The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity” in Journal of Financial Economics 42, 193-229.

Mueller, D. C., Sirower, M.L., (2003), “The Causes of Mergers: Tests based on the gains to acquiring firms’ shareholders and the size of premia” in Wiley InterScience.

Mukherjee, T.K., Kiymaz, H., Baker, H.K, (2005), “Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFOs”.

Nguyen, Hien T., Yung, K, Sun, Q., (2012), “Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US”, in Journal of Business Finance & Accounting, vol. 39, issue 9-10, 1357-1375.

Powell, R.G., Stark, A.W., (2005), “Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks” in Journal of Corporate Finance11, 293-317.

Rani, N., Yadav, S.S, Jain, P.K., (2012), “Financial performance analysis of mergers and acquisitions: evidence from India” in International Journal of Commerce and Management, 25(4): 402-423.

Ramasway, K.P., Waegelein, J.F., (2003), “Firm Financial Performance Following Mergers” in Review of Quantitative Finance and Accounting, 20: 115–126, 2003.

Sirower, M.L., Sahni, S., (2006), “Avoiding the “Synergy Trap”: Practical guidance on M&A decisions for CEOs and boards” in Journal of applied corporate finance, Vol. 18, n 3.

Sehgal, S., Banerjee, S., Deisting, F., (2012), “The Impact of M&A Announcement and Financing Strategy on Stock Returns: Evidence from BRICKS Markets” in International Journal of Economics and Finance, Vol. 4, N. 11.

Špaček, M., (2016), “Post-Acquisition Integration as a Critical Success Factor to Effective M&A”.

Trauiwein, F., (1990), “MERGER MOTIVES AND MERGER PRESCRIPTIONS”, in Strategic Management Journal, Vol. 11, 283-295.

Venema, W.H., (2015), “Integration: The Critical M&A Success Factor”, in The Journal of Corporate Accounting and Finance, Volume 23, Number 2.

Waddock, S., Graves, S.B., (2006), “The Impact of Mergers and Acquisitions on Corporate Stakeholder Practices”, in The Journal of Corporate Citizenship, No. 22, pp. 91-109.

SITOGRAFIA

https://home.kpmg/it/it/home/insights/2018/01/m-e-a-fusioni-e-acquisizioni.html

https://www.adviseonly.com/capire-la-finanza/finanza-personale/fusioni-acquisizioni-impatto-su-risparmiatori/

https://www.ilfattoquotidiano.it/2017/01/16/luxottica-il-gruppo-dellocchialeria-si-fonde-con-i-francesi-di-essilor-del-vecchio-sara-primo-azionista-con-il-30/3318453/

https://www.ilfattoquotidiano.it/2017/01/16/luxottica-il-sogno-francese-di-del-vecchio-si-trasformera-nellennesimo-schiaffo-al-sistema-produttivo-italiano/3319209/

https://www.essilorluxottica.com/sites/default/files/documents/2020-12/Essilor%20-%20Update%20to%20the%202017%20Registration%20Document%20%28Final%20Version%29.pdf

https://www.essilorluxottica.com/it/essilor-e-delfin-completano-con-successo-la-combinazione-tra-essilor-e-luxottica-nasce

https://www.essilorluxottica.com/it/risultati-2019

*FY 2019 Risultati CS FINAL_0.pdf

https://www.essilorluxottica.com/sites/default/files/documents/2020-05/ESSI_DEU_2019_UK_29052020_MEL_0.pdf

https://www.milanofinanza.it/news/essilorluxottica-l-utile-sale-del-9-2-cda-spaccato-sulla-revoca-del-ceo-vacherot-202003060804567897

https://www.essilorluxottica.com/it/essilor-e-delfin-completano-con-successo-la-combinazione-tra-essilor-e-luxottica-nasce

https://www.essilorluxottica.com/it/lancio-dell-offerta-pubblica-di-scambio-sulle-azioni-luxottica

https://www.essilorluxottica.com/it/essilorluxottica-annuncia-il-successo-del-piano-di-azionariato-diffuso-internazionale-2019-con-un

https://www.b2eyes.com/news/essilorluxottica-nel-2019-ricavi-e-profitti-crescita

https://www.rainews.it/dl/rainews/articoli/Luxottica-Essilor-si-trova-accordo-fusione-da-50-miliardi-nasce-colosso-degli-occhiali-afbe018a-9330-4b10-abe9-4bb4dc485b61.html

https://www.prealpina.it/pages/luxottica-si-unisce-a-essilor-nasce-leader-prodotti-per-la-vista-133005.html

https://www.fanpage.it/economia/fusione-tra-luxottica-ed-essilor-il-capolavoro-di-leonardo-del-vecchio/

https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/blog/university-essentials-from-crisis-to-resilience-navigating-sustainable-recovery

https://www.repubblica.it/economia/2017/01/16/news/ft_fusione_da_50_miliardi_di_euro_tra_luxottica_e_la_francese_essilor_-156110322/

https://www.essilorluxottica.com/sites/default/files/documents/2020-12/2017.12_DDR%20EN.pdf

https://www.essilorluxottica.com/it/comunicati-stampa-finanziari-e-documenti

https://www.essilorluxottica.com/sites/default/files/documents/2019-04/ESSI_DDR_2018_UK_1.pdf

file:///C:/Users/User/Downloads/Il%20Sole%2024%20Ore%20-%2017%20Gennaio%202017_Parte1.pdf

https://www.ilsole24ore.com/art/la-fusione-alla-pari-e-solo-punto-partenza-AERqC9

https://www.milanofinanza.it/news/ricerca-news?agenzia=TMFI&tipoNews=&codiciTestate=&chkTitolo=&testo=essilorluxottica&autore=&datadal=&dataal=&arg=Ricerca%20news&archivio=False&pag=20

https://www.milanofinanza.it/news/essilorluxottica-nel-primo-trimestre-i-ricavi-tornano-ai-livelli-pre-pandemia-202105061011543556

https://www.milanofinanza.it/news/equita-walman-aumentera-i-ricavi-di-essilorluxottica-fino-al-2-202103261206361663

https://www.milanofinanza.it/news/essilorluxottica-e-coopercompanies-creano-una-jv-e-acquistano-sightglass-vision-202102040943227900

https://www.milanofinanza.it/news/generazione-di-cassa-record-essilorluxottica-migliora-l-outlook-202107300812334541

http://mashable.com/2013/09/03/microsoft-nokia-stock/

https://www.milanofinanza.it/news/microsoft-compra-i-cellulari-di-nokia-per-5-44-miliardi-di-euro-201309030803458689

https://www.repubblica.it/tecnologia/prodotti/2016/05/18/news/tlc_microsoft_cede_attivita_tornano_cellulari_a_marchio_nokia-140076622/

https://www.cnet.com/news/microsoft-board-not-so-keen-on-nokia-deal-at-first/

https://www.pon.harvard.edu/daily/international-negotiation-daily/top-10-international-negotiations-of-2013-the-microsoft-nokia-deal/

https://www.dw.com/en/microsoft-to-end-smartphone-business/a-19282541

https://money.cnn.com/2013/09/03/technology/mobile/microsoft-nokia/index.html

https://news.microsoft.com/2013/09/03/microsoft-to-acquire-nokias-devices-services-business-license-nokias-patents-and-mapping-services/#McupgecLxj1Eyi8M.97

https://www.theverge.com/2014/10/21/7026427/microsoft-lumia-nokia-brand-replacement

https://st.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2013-09-03/microsoft-acquista-nokia-miliardi-070622.shtml?uuid=AbqyclSI

https://tech.everyeye.it/articoli/speciale-windows-mobile-storia-una-scommessa-senza-successo-35479.html

https://news.microsoft.com/2016/05/25/microsoft-announces-streamlining-of-smartphone-hardware-business/

https://stratechery.com/2013/the-deal-that-makes-no-sense/

https://news.microsoft.com/2013/09/03/microsoft-to-acquire-nokias-devices-services-business-license-nokias-patents-and-mapping-services/#McupgecLxj1Eyi8M.97

http://mashable.com/2013/09/03/microsoft-nokia-stock/

https://www.microsoft.com/en-us/Investor/earnings/FY-2015-Q4/performance

https://news.microsoft.com/2014/07/17/microsoft-announces-steps-to-simplify-organization-and-align-devices-strategy/

http://www.cnet.com/news/microsoft-closes-nokia-deal-pays-more-than-expected/

http://www.microsoft.com/en-us/news/press/2014/apr14/04-25nokiapr.aspx

https://www.cbinsights.com/research/merger-acquisition-corporate-fails/

https://www.ilpost.it/2013/09/04/microsoft-nokia/

https://www.microsoft.com/investor/reports/ar16/index.html

https://www.microsoft.com/investor/reports/ar15/index.html

RINGRAZIAMENTI:

A conclusione di questo elaborato, vorrei dedicare qualche riga a tutti coloro che mi hanno accompagnata in questo percorso.

In primis un ringraziamento va al mio relatore Riccardo Calcagno, che mi ha seguita con disponibilità e tempestività durante la realizzazione dell'elaborato.

Un grazie infinito ai miei genitori, i miei punti di riferimento. Grazie per aver sempre creduto in me, grazie per il vostro amore incondizionato. Siete il mio più grande insegnamento.

Un grazie a mio fratello, per il suo sostegno e i suoi preziosi consigli, alle mie sorelle per esserci sempre state, per avermi supportato e sopportato soprattutto quando la stanchezza mi rendeva detestabile.

Non posso non ringraziare tutti i parenti per la loro costante presenza e per l'appoggio che non mi hanno mai fatto mancare. Ringrazio i miei zii, Isa, i miei cugini e i miei nonni che mi hanno accompagnata con il loro amore in questo percorso, chi da vicino e chi da lassù. Il mio più sentito grazie va a voi.

Un altro grazie speciale va ai miei amici. Caratterialmente non sono una persona molto presente ma, nonostante ciò, posso ritenermi fortunata ad aver incontrato persone fantastiche su cui ho sempre potuto contare e che non mi hanno mai voltato le spalle.

Un grazie a Paolo per i suoi consigli e per la sua immensa disponibilità, a Cinzia per avermi aiutata in questo percorso, subendosi le mie ansie.

Si dice che il percorso conta più della meta. Proprio per questo un ultimo doveroso ringraziamento va ai miei compagni di viaggio, Francesco, Chiara, Domenico e Italo. Siete stati indispensabili in questi anni, e avete reso questo percorso un po' più speciale.