

**Cristina Florio**

**LA DISCLOSURE  
DELLE OPERAZIONI  
DI AGGREGAZIONE  
AZIENDALE**

**Qualità  
e fattori determinanti**

**FrancoAngeli**

## Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.





La presente pubblicazione è stata realizzata con il contributo del Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università di Verona.

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it) e iscriversi nella home page al servizio "Informatemi" per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

**Cristina Florio**

**LA DISCLOSURE  
DELLE OPERAZIONI  
DI AGGREGAZIONE  
AZIENDALE**

**Qualità  
e fattori determinanti**

**FrancoAngeli**

Copyright © 2020 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it).*

# INDICE

<b>Introduzione</b>	pag.	9
<b>1. Aggregazioni aziendali: profili definitivi e rilevanza strategica</b>	»	15
1.1. Le aggregazioni aziendali come strumento di crescita aziendale	»	15
1.1.1. La crescita per linee interne	»	17
1.1.2. La crescita per linee esterne	»	19
1.2. Le aggregazioni aziendali: profili definitivi	»	22
1.2.1. Una tipologia di aggregazioni aziendali	»	23
1.2.2. Le motivazioni alla base delle aggregazioni aziendali	»	26
1.3. Il processo di aggregazione aziendale	»	30
1.3.1. L'identificazione dell'impresa target	»	31
1.3.2. La negoziazione del deal	»	32
1.3.3. La gestione del processo di integrazione	»	33
1.4. I fattori critici e gli effetti delle aggregazioni aziendali	»	34
1.4.1. Il profilo della governance	»	34
1.4.2. Il profilo delle performance	»	38
1.5. Le aggregazioni aziendali nel contesto italiano	»	43
<b>2. Rappresentazione in bilancio delle aggregazioni aziendali e correlati obblighi di disclosure</b>	»	48
2.1. Il principio contabile internazionale IFRS 3 – Aggregazioni aziendali	»	49
2.2. La definizione di aggregazione aziendale	»	50
2.3. L'acquisition method	»	51
2.3.1. L'identificazione dell'acquirente	»	52

2.3.2. La determinazione della data di acquisizione	pag.	53
2.3.3. La rilevazione e la valutazione delle attività e delle passività	»	53
2.4. La purchase price allocation	»	55
2.4.1. Il fair value del corrispettivo trasferito	»	56
2.4.2. La valutazione delle partecipazioni di minoranza	»	57
2.4.3. Le aggregazioni aziendali realizzate in più fasi	»	57
2.4.4. L'acquisto a prezzi favorevoli	»	58
2.5. Le informazioni integrative	»	59
2.6. La disclosure delle aggregazioni aziendali tra attese degli stakeholder e reporting aziendale	»	61
2.6.1. La rilevanza della disclosure delle aggregazioni aziendali	»	63
2.6.2. La propensione al reporting delle società italiane	»	68
<b>3. Qualità della disclosure in tema di aggregazioni aziendali: evidenze empiriche</b>	»	72
3.1. L'idea di ricerca	»	73
3.2. I profili metodologici	»	80
3.2.1. La selezione del campione	»	81
3.2.2. La definizione e il calcolo dell'indice di qualità della disclosure	»	83
3.3. I risultati dell'analisi	»	90
<b>4. Fattori determinanti la qualità della disclosure in tema di aggregazioni aziendali: evidenze empiriche</b>	»	95
4.1. L'idea di ricerca	»	96
4.2. La formulazione delle ipotesi di ricerca	»	98
4.2.1. Le determinanti riferite all'entità acquirente	»	98
4.2.2. Le determinanti riferite all'entità acquisita	»	103
4.2.3. Le determinanti riferite all'aggregazione aziendale	»	111
4.3. I profili metodologici	»	115
4.3.1. La selezione del campione	»	115
4.3.2. Il modello di regressione	»	116
4.3.3. La definizione delle variabili e il reperimento dei dati	»	116
4.4. I risultati dell'analisi	»	123
4.4.1. L'analisi descrittiva delle variabili	»	124
4.4.2. L'analisi di correlazione tra le variabili	»	127
4.4.3. L'analisi multivariata	»	128

<b>5. Qualità e determinanti della disclosure in tema di aggregazioni aziendali: analisi intertemporale</b>	pag.	135
5.1. L'idea di ricerca	»	136
5.2. La formulazione delle ipotesi di ricerca	»	143
5.3. I profili metodologici	»	147
5.3.1. La selezione del campione e le variabili	»	147
5.3.2. Il modello di analisi e l'analisi descrittiva delle variabili	»	149
5.4. I risultati dell'analisi	»	152
5.4.1. L'analisi descrittiva degli indici di qualità della disclosure e i test parametrici	»	153
5.4.2. L'analisi di equivalenza dei coefficienti di regressione	»	161
<b>Conclusioni</b>	»	166
<b>Bibliografia</b>	»	171



## INTRODUZIONE

Le operazioni di aggregazione aziendale rappresentano un fenomeno di sicuro interesse in ragione delle dimensioni economiche che hanno assunto a livello globale e degli effetti che producono sulla governance e sulle performance delle entità coinvolte. Il fenomeno si caratterizza per un elevato livello di complessità, a causa sia delle diverse forme tecniche a disposizione delle imprese sia dei diversi obiettivi che queste ultime intendono perseguire per il tramite delle operazioni in parola. Alle aggregazioni aziendali, come strumenti di crescita per linee esterne, si riconosce il merito di consentire lo sviluppo di nuovi prodotti e/o mercati in modo più rapido ed efficiente rispetto a quanto ipotizzabile mediante la realizzazione di percorsi di crescita per linee interne. Nelle forme più intense di aggregazione aziendale, quali le acquisizioni e le fusioni (o *mergers and acquisitions*, da cui l'acronimo M&A) sulle quali principalmente si focalizza il presente volume, la condivisione di risorse materiali, immateriali e umane, l'integrazione dei processi di reperimento dei fattori produttivi, di trasformazione e/o di commercializzazione dei beni realizzati tra le parti coinvolte possono contribuire alla determinazione di vantaggi competitivi e, di lì, alla creazione di valore. Infine, in alcuni casi l'aggregazione aziendale favorisce il conseguimento di benefici a livello finanziario e/o fiscale. A fronte dei vantaggi brevemente delineati, tuttavia, le aggregazioni aziendali comportano delle sfide, per esempio in relazione alle differenze negli approcci manageriali, di gestione delle risorse e/o di gestione dell'integrazione operativa o, ancora, differenze culturali. Talvolta, queste sfide sono così imponenti da vanificare i benefici attesi dal progetto di aggregazione, fino a determinarne il fallimento. In tal senso, l'evidenza empirica prodotta da numerosi studi in tema di fusioni e acquisizioni aziendali suggerisce che le operazioni in parola incidono sugli assetti e sui meccanismi di corporate governance e, altresì, sulle performance delle

realtà coinvolte, colte sia in termini di risultati economico-finanziari sia in termini di valutazioni espresse dal mercato dei capitali.

La complessità delle operazioni di aggregazione aziendale, unitamente alla loro rilevanza strategica, genera attese informative da parte degli investitori, attuali e potenziali, e degli altri stakeholder aziendali. Peraltro, la letteratura internazionale sul tema raccomanda di assumere un atteggiamento critico verso le operazioni in parola, in particolare verso le M&A, la cui realizzazione può essere funzionale all'ottenimento, da parte dei manager, di benefici privati, anziché alla creazione di valore per le società coinvolte a beneficio degli shareholder e degli stakeholder tutti. In effetti, l'informativa relativa alle aggregazioni aziendali<sup>1</sup> è determinante per comprenderne la natura e le finalità, e altresì per valutare le prospettive future, in termini di flussi reddituali e finanziari, delle entità acquirenti e/o della nuova realtà di business creata. Nel contesto nazionale e con particolare riguardo alle società quotate in Borsa Italiana, le attese informative formulate nei confronti delle società acquirenti sono tutelate, in sede di preparazione del bilancio di esercizio, dall'International Financial Reporting Standard (IFRS) 3 – *Aggregazioni aziendali*, che disciplina le modalità di rappresentazione delle operazioni in parola e i correlati obblighi di disclosure in capo alle entità acquirenti. Queste ultime, peraltro, possono rendere la comunicazione più esauritiva mediante la pubblicazione di informazioni in via volontaria, in aggiunta a quelle obbligatorie.

Nel contesto nazionale, tuttavia, la limitata propensione delle imprese al reporting, sottolineata da recenti evidenze empiriche in tema di compliance rispetto agli obblighi informativi, si pone in contrasto con l'importanza della disclosure in tema di aggregazioni aziendali. Pertanto, comportamenti altamente discrezionali e diversificati sono attesi con riguardo alle scelte di disclosure formulate dalle società italiane al completamento delle operazioni in parola.

Nel quadro delineato, l'ipotesi di lavoro è che la qualità della disclosure rappresenti la risultante di un coacervo di fattori determinanti che ne *spiegano* la configurazione e le caratteristiche. Sul fondamento di tale ipotesi, il volume indaga aggregazioni aziendali di recente realizzazione per cogliere la qualità della relativa disclosure e identificare i fattori che contribuiscono alla sua determinazione. Il volume assume altresì una prospettiva di analisi

<sup>1</sup> Nel presente volume, ove non diversamente precisato, le espressioni *aggregazione aziendale*, *business combination*, *fusioni e acquisizioni* e *M&A* sono impiegate in riferimento al medesimo fenomeno, identificato nelle aggregazioni aziendali basate su un vincolo partecipativo che consente a un'entità (acquirente) di acquisire il controllo su una o più altre entità (acquisita/e).

intertemporale a valle della recente crisi finanziaria globale. Tale analisi è volta a verificare, da un lato, se e in quale direzione si sia evoluta *post*-crisi la qualità della disclosure delle aggregazioni aziendali e, dall'altro lato, se siano intervenute variazioni significative nei suoi fattori determinanti.

Alla luce di quanto sopra, il presente lavoro si prefigge di conseguire tre obiettivi fra loro strettamente correlati. Il primo obiettivo consiste nel valutare la qualità dell'informativa pubblicata dalle società quotate italiane relativamente alle operazioni di aggregazione aziendale di recente realizzazione. L'analisi è svolta con riguardo alle sezioni narrative del bilancio d'esercizio dell'acquirente e si focalizza sia sulla disclosure complessiva sia su categorie informative specifiche. Il secondo obiettivo consiste nell'identificare i fattori che inducono le società acquirenti a fornire informazioni di diverso livello qualitativo. Tali fattori sono ricercati, in particolare, nei tratti distintivi dell'entità acquirente e dell'entità acquisita, nonché nelle caratteristiche della specifica aggregazione aziendale. Terzo e ultimo obiettivo della ricerca è mettere in luce eventuali differenze intervenute nella qualità della disclosure e nelle relative determinanti tra il periodo immediatamente precedente e il periodo successivo alla crisi finanziaria che ha interessato il contesto nazionale tra il 2008 e il 2014. Tale obiettivo conoscitivo appare rilevante in ragione del fatto che la letteratura internazionale di financial accounting offre evidenze contrastanti in merito all'attitudine delle società al corporate reporting, che spaziano da sostanziali cambiamenti nelle politiche di disclosure a fronte di shock (di cui le crisi finanziarie costituiscono un esempio) al fenomeno della disclosure stickiness, ovvero della ripetizione delle scelte di disclosure compiute nel passato. Peraltro, tali evidenze si riferiscono quasi esclusivamente a contesti che presentano caratteristiche istituzionali diverse dall'Italia o a contesti sovranazionali; di conseguenza, non possono essere estese al nostro Paese.

Al fine di conseguire gli obiettivi menzionati, il presente lavoro si avvale di una ricerca empirica svolta su un campione di acquisizioni aziendali effettuate dalle società italiane quotate in Borsa Italiana nel triennio 2015-2017, che viene poi posto a confronto con un campione di acquisizioni aziendali altresì effettuate dalle società italiane quotate nel triennio 2006-2008. La complessiva analisi è svolta secondo metodologie di ricerca diffuse nella letteratura internazionale di financial accounting.

Ciò premesso relativamente ai presupposti da cui muove il presente studio e agli obiettivi conoscitivi che si propone di conseguire, la struttura del volume è di seguito brevemente richiamata.

Il primo capitolo propone un breve *excursus* sui caratteri che concorrono a definire le operazioni di aggregazione aziendale quali strumenti a disposizione delle imprese per perseguire obiettivi strategici e di crescita. In particolare, si discutono i vantaggi e le sfide insiti nella realizzazione delle operazioni in parola, le principali motivazioni da cui scaturisce il progetto di aggregazione e alcune possibili classificazioni. Concentrando l'attenzione sulle operazioni di fusione e acquisizione, si delinea il processo di aggregazione nelle sue componenti essenziali e si ripercorre la letteratura nazionale e internazionale che si è occupata, sul piano sia concettuale sia empirico, di identificare i fattori critici e gli effetti delle suddette operazioni sulla governance e sulle performance delle entità coinvolte. Infine, si sofferma l'attenzione sulla recente evoluzione delle operazioni di acquisizione e fusione aziendale nel contesto nazionale, così da apprezzarne la diffusione, l'intensità e la rilevanza strategica.

Il secondo capitolo descrive le norme che regolano la rappresentazione in bilancio delle operazioni di aggregazione aziendale ai sensi del principio contabile internazionale IFRS 3 – *Aggregazioni aziendali*, applicato in via obbligatoria dalle società italiane quotate in uno o più mercati regolamentati dell'Unione Europea e in via volontaria da un crescente numero di società a livello internazionale. Un particolare *focus* è dedicato agli obblighi informativi previsti dal principio contabile e alla loro rilevanza per gli utilizzatori di bilancio. A fronte di tale rilevanza, si avanzano alcune preliminari osservazioni in merito alla propensione delle società italiane verso il corporate reporting, anche alla luce delle peculiarità del contesto istituzionale, del mercato dei capitali e della struttura proprietaria delle imprese.

Il prosieguo del volume presenta le evidenze empiriche raccolte avuto riguardo a un campione di aggregazioni aziendali realizzate dalle società italiane quotate al Mercato Telematico Azionario di Milano nel triennio 2015-2017, vale a dire in seguito alla crisi finanziaria 2008-2014.

Nel dettaglio, il terzo capitolo si focalizza sulla disclosure in tema di aggregazioni aziendali con l'obiettivo di verificare quale sia il livello di qualità della disclosure resa pubblica dalle società acquirenti nel bilancio di esercizio. Una volta richiamati per linee essenziali il ruolo della comunicazione economico-finanziaria e gli approcci di misurazione della qualità di tale comunicazione, si espone la research question e si descrivono il campione selezionato e l'approccio metodologico impiegato. Infine, si procede all'interpretazione dei risultati dell'analisi descrittiva sviluppata per verificare quale sia il livello qualitativo della disclosure, nella sua totalità e nelle sue componenti.

Il quarto capitolo compie un ulteriore passo avanti nella ricerca sulla qualità della disclosure in tema di aggregazioni aziendali e si focalizza sui fattori

che contribuiscono alla sua determinazione. Più precisamente, si verifica quali siano i fattori che inducono le società acquirenti a fornire informazioni di diversa qualità relativamente alle operazioni di aggregazione aziendale, considerando un coacervo di caratteristiche proprie dell'entità acquirente, dell'entità acquisita e della specifica operazione conclusa. Il capitolo prende avvio con l'esposizione dell'idea e delle ipotesi di ricerca, formulate sulla base della letteratura accademica e professionale in tema sia di disclosure sia di M&A. In un secondo momento, si descrive l'approccio metodologico adottato, con particolare riferimento al modello di regressione elaborato e alle variabili impiegate nell'analisi. I risultati dell'analisi sono poi riportati analiticamente e, altresì, interpretati alla luce delle ipotesi di ricerca.

Infine, nel quinto capitolo, si procede a un'analisi intertemporale, prendendo a riferimento un campione di aggregazioni aziendali completate prima dell'avvio della crisi finanziaria che ha colpito il contesto nazionale nel periodo 2008-2014. In particolar modo, avvalendosi di test statistici propri degli studi di financial accounting, si sviluppa un confronto sia della qualità della disclosure, sia delle sue determinanti. Tale confronto consente di apprezzare se, in quale direzione e con quale intensità siano variate, tra il periodo *pre-* e *post-*crisi, l'informativa fornita dalle entità acquirenti e la capacità esplicativa di alcune caratteristiche dell'entità acquirente, dell'entità acquisita e della specifica aggregazione aziendale. Il capitolo illustra, innanzitutto, la research question e le ipotesi di ricerca muovendo dalla letteratura esistente in tema di reporting nei periodi di crisi e di disclosure stickiness. Dopo una breve descrizione dell'approccio metodologico adottato, si procede all'esposizione e all'interpretazione dei risultati dell'analisi, con l'obiettivo di contribuire alla conoscenza dell'evoluzione della disclosure e delle sue determinanti nel tempo, in particolar modo a seguito della crisi finanziaria 2008-2014.



# 1. AGGREGAZIONI AZIENDALI: PROFILI DEFINITORI E RILEVANZA STRATEGICA

Il presente capitolo offre una panoramica sul tema delle aggregazioni aziendali, concentrando l'attenzione in particolare sulle attività di fusione e acquisizione (in inglese *mergers and acquisitions*, M&A). Queste operazioni rappresentano un fenomeno di estrema rilevanza e interesse sia in ambito scientifico sia nella prassi operativa aziendale, in ragione della loro importanza nella modifica degli assetti societari e nella realizzazione di importanti obiettivi strategici. L'analisi del tema è altresì funzionale allo sviluppo del complessivo lavoro di ricerca presentato nel presente volume, che andrà poi a focalizzare l'attenzione sulla qualità della disclosure delle operazioni di aggregazione aziendale e sui relativi fattori determinanti.

Il capitolo procede secondo la seguente articolazione:

- innanzitutto, si introduce il tema delle aggregazioni aziendali, mettendone in luce gli obiettivi, le ragioni della loro realizzazione e i principali elementi di processo;
- successivamente, si descrivono i fattori critici e gli effetti delle aggregazioni aziendali sulla governance e sulle performance delle realtà coinvolte;
- infine, si presenta un breve *excursus* sulla recente evoluzione delle operazioni di acquisizione e fusione aziendale nel contesto nazionale.

## **1.1. Le aggregazioni aziendali come strumento di crescita aziendale**

In termini generali, un'aggregazione aziendale può essere definita come un insieme di aziende tra loro legate da qualche forma di collaborazione economica, obbligatoria o volontaria, di carattere duraturo, finalizzata all'eser-

cizio in comune dell'intera gestione aziendale o di sue combinazioni e/o coordinazioni parziali e, in ogni caso, volta a condizionare in modo propulsivo l'attività delle aziende partecipanti al progetto (Azzini 1964).

Le operazioni di aggregazione aziendale rispondono all'esigenza di crescita dimensionale delle imprese, che si pone spesso come un fattore critico per la realizzazione di importanti obiettivi strategici, tra cui l'aumento delle quote di mercato, l'ingresso in nuovi mercati, lo sviluppo di nuovi prodotti o processi, l'acquisizione di particolari risorse e competenze.

Indipendentemente dal grado di formalità e reversibilità, qualsiasi processo di crescita si basa su una delle seguenti strategie (Ansoff 1965; Johnson et al. 2017):

- la penetrazione del mercato, che implica un incremento della quota di mercato realizzata facendo leva sull'attuale portafoglio prodotti (senza apportare alcuna modifica alle linee di prodotto o ai segmenti di mercato): in questo caso, le aziende mirano a soddisfare una domanda potenziale e a ottenere economie di scala. Al fine di incrementare la propria quota di mercato, in presenza di una domanda a contenuto tasso di crescita o stabile, le aziende devono attirare a sé i clienti dei loro concorrenti;
- lo sviluppo del prodotto, che implica l'introduzione di nuovi prodotti nei mercati in cui l'impresa è presente (senza alterare i segmenti di mercato). Lo scopo è quello di aumentare la domanda differenziando i prodotti dell'azienda da quelli dei suoi concorrenti, offrendo linee di prodotto rinnovate e/o ampliate, così da consolidare o espandere la propria quota di mercato;
- lo sviluppo del mercato, che implica l'offerta di prodotti già esistenti nel portafoglio aziendale in nuovi mercati, sia in senso geografico (il principale esempio è quello rappresentato dal processo di internazionalizzazione) sia in termini di nuovi segmenti di mercato;
- la diversificazione conglomerata (o non correlata), che porta l'impresa a spingersi oltre i confini dei mercati e dei prodotti esistenti. In altre parole, questo processo di crescita si basa su nuove linee di prodotti e nuovi segmenti di mercato. Trattasi di una strategia coerente con le politiche di diversificazione, in quanto le società mirano a espandere le loro linee di prodotti oltre a raggiungere nuovi segmenti e mercati, definiti in senso geografico o in termini di segmenti di clienti. Solitamente le imprese perseguono una strategia di diversificazione quando il mercato e/o il settore in cui operano è saturo e, di conseguenza, non garantisce un livello adeguato di redditività, né in termini attuali né prospettici.

Le società possono decidere di realizzare le strategie descritte mediante processi di crescita per linee interne (o crescita organica), vale a dire impiegando risorse e competenze proprie dell'organizzazione (Johnson et al. 2017), oppure mediante strumenti di crescita per linee esterne, vale a dire acquisendo le risorse necessarie da entità terze attraverso accordi più o meno formali (Giaccari 2003).

Prima di procedere alla descrizione delle due alternative di crescita, preme sottolineare come le operazioni di aggregazione aziendale possano consentire la realizzazione delle strategie di cui sopra più rapidamente rispetto alla crescita per linee interne. Questo aspetto è tanto più cruciale se si considera che l'aumento dell'incertezza e l'emergere di cambiamenti nei principi di concorrenza nei mercati globali (Cavusgil et al. 2014) richiedono alle imprese di rivedere costantemente i propri obiettivi per rimanere competitive. Le operazioni di aggregazione aziendale rappresentano un mezzo che consente alle imprese di affrontare e gestire l'attuale contesto competitivo, sempre più dinamico e incerto: le aziende devono essere in grado di reagire e implementare nuove strategie sempre più velocemente per poter far fronte alle nuove sfide che derivano, tra gli altri fattori, dalla globalizzazione dei mercati e dal moltiplicarsi delle innovazioni tecnologiche. Ciò fa sì che sia sempre più difficile ottenere vantaggi competitivi sostenibili nel tempo, in quanto i fattori critici di successo hanno tempi di vita sempre più ridotti rispetto al passato. Conseguentemente, le imprese adottano strategie di crescita per linee esterne, acquisendo all'esterno dei confini aziendali le risorse e le competenze necessarie per mantenere o ottenere tali vantaggi e realizzare i propri obiettivi (Beamish 1998). Infatti, la crescita per linee esterne avviene più rapidamente rispetto alla crescita per linee interne, e sembra dunque essere più adatta al contesto attuale appena descritto. Tuttavia, le operazioni di aggregazione possono essere estremamente complesse e richiedere una attentissima pianificazione e realizzazione, pena il loro fallimento.

Da ultimo, si noti che, sebbene le due strategie di crescita siano concettualmente opposte, si tratta di due percorsi di crescita non definitivamente alternativi: spesso le aziende intraprendono strategie di sviluppo che prevedono la crescita sia interna sia esterna (Potito 2016). In questo senso i due percorsi di crescita possono essere considerati complementari (Conca 2010).

### *1.1.1. La crescita per linee interne*

La crescita per linee interne è perseguita attraverso l'uso di risorse finanziarie interne ed esterne combinate con quelle tecnologiche, gestionali e im-

prenditoriali possedute dall'impresa. Pertanto, le aziende perseguono le proprie strategie basandosi sul proprio potenziale in termini di struttura organizzativa, sistema produttivo e risorse finanziarie (Johnson et al. 2017). I principali vantaggi legati alla crescita interna sono i seguenti:

- le imprese impiegano una quantità adeguata di risorse grazie a una valutazione coerente della compatibilità finanziaria. Dunque, la crescita interna consente di adeguare gli investimenti alle reali esigenze dell'azienda, evitando l'acquisizione di risorse e competenze che potrebbero non essere sfruttabili dall'acquirente;
- attraverso un processo di crescita interna i nuovi investimenti vengono integrati nella struttura aziendale in modo relativamente semplice e rapido. Ciò consente anche di risparmiare tempo e risorse, nel momento in cui il processo di crescita sia stato efficacemente progettato. Il fattore cruciale in tal senso è che, prima di avviare il processo di crescita interna, questo venga pianificato prestando attenzione alle caratteristiche dell'azienda stessa (*e.g.*, dimensione, struttura organizzativa, storia e cultura organizzativa);
- una maggiore flessibilità rispetto al processo di crescita per linee esterne, in quanto nel caso della crescita interna il processo è reversibile poiché comporta costi di uscita sostenibili. Diversamente, nel caso della crescita per linee esterne, l'iniziativa si può considerare irreversibile in quanto comporta ingenti costi di uscita;
- il coinvolgimento di una singola entità, pertanto i soggetti coinvolti nei processi decisionali rimangono gli stessi, così come le relazioni che l'azienda intraprende con soggetti terzi. Dunque, al termine del processo di crescita l'impresa rimane di fatto la medesima e continua a mantenere la propria identità, cosa che non si può dire nel caso di alcune strategie di crescita per linee esterne, ovvero le fusioni (Conca 2010; Potito 2016).

Il limite principale della crescita per linee interne è rappresentato dal fatto che il sistema aziendale fissa dei vincoli al potenziale di crescita stesso: le imprese, infatti, dispongono di risorse, conoscenze e competenze che sono limitate (Barney 1991; Wernerfelt 1984). Inoltre, risorse cruciali quali le competenze manageriali non si sviluppano facilmente, ma richiedono processi di apprendimento lunghi, costosi, e dall'esito incerto. Conseguentemente, nel momento in cui le risorse necessarie per poter perseguire una determinata strategia superano quelle a disposizione dell'impresa, quest'ultima è costretta a rinunciare al progetto, o alternativamente, ad adottare un processo di crescita per linee esterne.

### 1.1.2. La crescita per linee esterne

In termini generali, un'aggregazione aziendale (o di impresa) può essere definita come un accordo (a vari livelli di formalizzazione) in virtù del quale un'azienda (in tutto o in parte) condivide determinati obiettivi con altre imprese (Giaccari 2003). Concordemente con questa definizione, le aziende perseguono la crescita per linee esterne combinandosi con altre società attraverso accordi più o meno intensi e formalizzati. Le relazioni risultanti da tali accordi, se gestite correttamente, consentono a ciascuno dei soggetti coinvolti di operare in un modo più efficace e/o più efficiente.

La logica sottostante ai processi di crescita per linee esterne è rappresentata dal fatto che, dal momento che le aziende non sono *autosufficienti*, non è possibile per loro acquisire e gestire tutte le risorse che potrebbero essere necessarie per lo sviluppo e l'espansione. Pertanto, potrebbe essere necessario ottenere risorse e competenze da altre società. Anche se, in generale, l'aggregazione d'impresa offre opportunità strategiche e vantaggi in termini di equilibri finanziari ed economici, può anche, a sua volta, rappresentare un limite all'autonomia per le entità coinvolte. Tale limitazione è più o meno grave a seconda del tipo di aggregazione aziendale e delle conseguenti relazioni tra le imprese coinvolte. Infatti, la relazione tra gli attori in un'aggregazione d'impresa può avere diversi caratteri a seconda del tipo di relazioni economiche esistenti tra le aziende coinvolte e le circostanze che hanno portato all'aggregazione stessa. L'aggregazione d'impresa è spesso una scelta obbligata quando la competizione è così feroce da richiedere una vasta gamma di risorse e competenze che risultano essere molto difficili da acquisire per una singola azienda. In tale scenario, un accordo di cooperazione tra due o più imprese consente loro di operare più efficacemente ed efficientemente (Child et al. 2005).

La crescita per linee esterne comporta una serie di vantaggi, descritti nel prosieguo:

- il primo e principale vantaggio è rappresentato dal fatto che gli obiettivi aziendali sono perseguiti più rapidamente rispetto a quanto avviene nel caso della crescita interna. Le sinergie tra attori già operanti in un determinato business consentono ai soggetti coinvolti di condividere conoscenze e risorse già esistenti, che sono spesso limitate. Queste includono risorse tecnologiche, know-how, una presenza consolidata nei mercati caratterizzati da barriere all'ingresso, una struttura ben funzionante e così via. In questo senso, la crescita per linee esterne risulta la scelta preferibile quando l'immediatezza è ritenuta il fattore cruciale per il successo della strategia di crescita (Potito 2016);