

Elisa Roncagliolo

Valutare la *performance* delle operazioni di aggregazione aziendale

Accounting
& Business
Studies

Un approccio multidimensionale
e *multi-stakeholder*

FrancoAngeli

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con **Adobe Acrobat Reader**



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.

The Series publishes research concerning two wide and interwoven fields: Theories of Firm and Organizations, Company Strategy, Corporate Governance, Business Ethics, Corporate Social Responsibility; Financial Accounting, Managerial Accounting, Social Reporting, Company Valuation, Internal and External Auditing, Financial Statement Analysis, Fundamental Analysis and Security Valuation, Accounting History, Corporate Disclosure and Communication to Financial Market.

The Series is open to contributions based on: different methodologies and methods; theoretical, empirical or experimental research; positive, interpretive, and critical approaches. Nevertheless, only rigorous, original, contributive and clear pieces of research that will make a contribution to the above mentioned fields of study will be published. Purely normative or descriptive works will not be accepted as well as inappropriate subject matter.

The Editor in Chief, the Co-Editors and the Editorial Board will insure that the Editorial Policy will be respected. They make a first appraisal of the publication proposals, considering their coherence with the aims and scope of the Series. The Editor in Chief and the Co-Editors, assisted by the Editorial Board, choose the reviewers, and guarantee a transparent and correct application of a double blind review process.

The members of the Scientific Committee, and other valuable scholars, contribute as reviewers, on the basis of their specific competency. Each member of the Scientific Committee can also select and address publication proposals to the Editor. In this case, the member cannot be involved in the reviewing process.

Our Series also hosts collected volumes. In this case, if the volume has a responsible editor and contains many chapters concerning different topics, a single blind review process is applied.

*This Series is supervised by AIDEA
Collana accreditata AIDEA*



Editor in Chief

Francesco Giunta (Florence University)

Co-Editors

Luciano Marchi (Pisa University)

Lucio Potito (Federico II Naples University)

Editorial Board

Marco Allegrini (Pisa University)

Alessandro Lai (Verona University)

Roberto Maglio (Federico II Naples University)

Michele Pisani (L'Aquila University)

Ugo Sostero (Venice University)

Italian Scientific Committee

Paolo Andrei (Parma University)
Luca Anselmi (Pisa University)
Elio Borgonovi (Bocconi Milan University)
Fabrizio Cerbioni (Padua University)
Lino Cinquini (Scuola Superiore Sant'Anna, Pisa)
Paolo Collini (Trento University)
Stefano Coronella (Parthenope Naples University)
Luciano D'Amico (Teramo University)
Vittorio Dell'Atti (Bari University)
Antonio Del Pozzo (Messina University)
Enrico Laghi (La Sapienza Rome University)
Giovanni Liberatore (Florence University)
Riccardo Macchioni (Federico II Naples University)
Stefano Marasca (Marche University)
Antonio Matacena (Bologna University)
Pietro Mazzola (IULM Milan University)
Luciano Olivotto (Venice University)
Antonella Paolini (Macerata University)
Giuseppe Paolone (Pescara University)
Angelo Riccaboni (Siena University)
Stefano Pozzoli (Parthenope Naples University)
Alberto Quagli (Genoa University)
Paolo Tartaglia Polcini (Salerno University)
Claudio Teodori (Brescia University)
Riccardo Viganò (Federico II Naples University)
Stefano Zambon (Ferrara University)

International Scientific Committee

David Alexander (The Birmingham Business School, UK)
Bruce Behn (University of Tennessee, Usa)
Garry Carnegie (RMIT University, Australia)
Pablo Fernandez (IESE Business School, University of Navarra)
Günther Gebhardt (Johann Wolfgang Goethe Universität, Frankfurt am Main)
Richard Slack (Northumbria University, Newcastle, UK)
Maria Shtefan (Higher School of Economics, Nizhny Novgorod, Russia)

Elisa Roncagliolo

Valutare la *performance* delle operazioni di aggregazione aziendale

Un approccio multidimensionale
e *multi-stakeholder*

FrancoAngeli

Isbn: 9788835166436

Copyright © 2024 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.

INDICE

Introduzione	pag.	9
1. Le operazioni di aggregazione aziendale	»	15
1.1. Le aggregazioni aziendali: inquadramento teorico e profili definitivi	»	15
1.1.1. L'azienda e le operazioni di gestione	»	15
1.1.2. La dimensione aziendale e le strategie di crescita	»	17
1.1.3. Le aggregazioni aziendali: definizione e classificazione	»	20
1.2. Le finalità delle operazioni di aggregazione aziendale	»	27
1.2.1. Lo sviluppo di percorsi di crescita (c.d. <i>growth motivation</i>)	»	28
1.2.2. La realizzazione di sinergie (c.d. <i>synergy motivation</i>)	»	28
1.2.3. L'influenza dei costi di agenzia (c.d. <i>agency costs motivation</i>)	»	30
1.2.4. Le motivazioni personali del management (c.d. <i>hubris motivation</i>)	»	30
1.2.5. La ristrutturazione aziendale	»	31
1.2.6. Altre finalità delle aggregazioni aziendali	»	31
1.3. Evoluzione e tendenze delle M&A	»	32
1.3.1. First wave (1897-1904)	»	34
1.3.2. Second wave (1916-1929)	»	34
1.3.3. Third wave (1965-1969)	»	34
1.3.4. Fourth wave (1984-1989)	»	35
1.3.5. Fifth Wave (1992-2001)	»	36
1.3.6. Sixth wave (2004-2007)	»	37
1.3.7. Sviluppi recenti delle operazioni di M&A	»	38

1.3.8. Le operazioni di M&A nel mercato italiano	pag.	41
1.4. Il processo di acquisizione	»	44
1.4.1. La fase preparatoria	»	44
1.4.2. La fase della negoziazione	»	47
1.4.3. La fase dell'integrazione (<i>o post-merger phase</i>)	»	49
1.5. Riferimenti normativi e contabili	»	51
1.5.1. La contabilizzazione delle aggregazioni aziendali secondo gli IAS/IFRS	»	54
1.5.1.1. L'evoluzione della disciplina	»	54
1.5.1.2. La disciplina corrente delle aggregazioni aziendali secondo l'IFRS 3	»	55
1.5.1.3. Iniziative recenti dello IASB	»	57
1.5.2. La contabilizzazione delle aggregazioni aziendali secondo gli US GAAP (cenni)	»	60
1.5.3. La contabilizzazione delle aggregazioni aziendali secondo i principi contabili nazionali OIC (cenni)	»	61
2. La valutazione delle performance delle operazioni di aggregazione aziendale: stato dell'arte	»	64
2.1. Le molteplici conseguenze delle operazioni di aggregazione aziendale	»	64
2.1.1. L'esito delle operazioni di aggregazione aziendale: la necessità di giungere ad una sintesi	»	64
2.1.2. Le possibili firm-level consequences delle aggregazioni aziendali	»	67
2.2. Le conseguenze delle operazioni di aggregazione aziendale: la crescita	»	70
2.3. Le conseguenze delle operazioni di aggregazione aziendale: lo sviluppo delle sinergie	»	71
2.4. Le conseguenze delle operazioni di aggregazione aziendale: l'impatto sulle performance operative	»	72
2.4.1. Presupposti teorici degli studi di accounting sulle M&A performance	»	72
2.4.2. Aspetti metodologici degli studi di accounting sulle M&A performance	»	73
2.4.3. Evidenze empiriche sulle performance contabili	»	76
2.5. Le conseguenze delle operazioni di aggregazione aziendale: gli effetti sulla valutazione di mercato	»	78
2.5.1. L'efficienza dei mercati finanziari	»	78
2.5.2. Il metodo dell'event study	»	80

2.5.3. Evidenze empiriche sulla reazione dei mercati finanziari dopo le operazioni di aggregazione aziendale	pag.	83
2.6. Le conseguenze delle operazioni di aggregazione aziendale: i percorsi di innovazione	»	84
2.6.1. L'influenza delle M&A sulle spese di ricerca e sviluppo	»	85
2.7. Le conseguenze delle operazioni di aggregazione aziendale: l'impatto sull'occupazione e l'organizzazione delle risorse umane	»	86
2.8. Le conseguenze delle operazioni di aggregazione aziendale: il perseguimento degli obiettivi di sostenibilità socio-ambientale	»	88
2.9. Definizione di M&A <i>performance</i>	»	90
2.10. I moderatori delle M&A <i>performance</i>	»	91
2.10.1. Le performance pregresse	»	93
2.10.2. La quotazione dell'azienda target	»	93
2.10.3. L'esperienza di acquisizione	»	93
2.10.4. Il metodo di pagamento	»	94
2.10.5. L'ostilità dell'acquisizione	»	95
2.10.6. La dimensione relativa delle aziende coinvolte	»	95
2.10.7. La comunanza delle aziende coinvolte	»	96
3. La proposta di un framework teorico per la valutazione delle M&A performance	»	97
3.1. L'approccio multidimensionale alla misurazione delle M&A performance	»	97
3.1.1. Sistematizzazione degli studi sulle M&A performance	»	100
3.1.2. Le relazioni tra le quattro dimensioni della performance	»	105
3.2. La visione multi- <i>stakeholder</i> per la valutazione delle M&A performance	»	106
3.2.1. I presupposti teorici di un approccio multi- <i>stakeholder</i>	»	106
3.2.2. Le peculiarità dell'analisi multi- <i>stakeholder</i>	»	108
3.2.3. Le categorie di <i>stakeholders</i> coinvolti nelle diverse fasi dell'acquisizione	»	109
3.2.4. Le relazioni tra le diverse categorie di <i>stakeholders</i>	»	112

3.3. L'analisi multidimensionale e multi- <i>stakeholder</i> delle M&A <i>performance</i>	pag.	113
3.3.1. I modelli proposti dagli studi accademici per la valutazione delle M&A <i>performance</i>	»	113
3.3.2. La misurazione delle M&A <i>performance</i> : la pro- posta di un modello unitario	»	116
3.3.3. Azionisti	»	121
3.3.4. Finanziatori	»	122
3.3.5. Management	»	123
3.3.6. Dipendenti	»	124
3.3.7. Fornitori	»	127
3.3.8. Concorrenti	»	128
3.3.9. Clienti	»	129
3.3.10. Stato e comunità	»	130
3.4. Le implicazioni e le principali limitazioni del modello teorico proposto	»	132
Considerazioni conclusive	»	135
Bibliografia	»	139

INTRODUZIONE

Sulla base di quali presupposti è possibile affermare che le operazioni di aggregazione aziendale abbiano condotto ad esiti favorevoli per le aziende che ne sono coinvolte?

Il presente lavoro trae origine da questo interrogativo ed intende approfondire il tema delle operazioni di aggregazione aziendale ponendo specifico riguardo verso l'attività di misurazione e di valutazione degli effetti da esse prodotti sulla *performance* delle aziende coinvolte. L'attenzione dell'analisi qui realizzata è dunque riposta in modo precipuo sulla fase successiva alla loro conclusione. In tale intervallo di tempo, infatti, il *management* dovrebbe monitorare l'andamento dell'operazione, al fine di comprendere se gli obiettivi perseguiti siano stati raggiunti e quali eventuali azioni correttive possano essere adottate.

Diverse peculiarità delle aggregazioni aziendali possono rendere difficoltoso studiarne gli esiti effettivi ed esprimere una valutazione di sintesi sul loro successo o insuccesso.

In primo luogo, è da menzionare il livello di sofisticazione che tali operazioni hanno raggiunto per ciò che concerne il processo di definizione della loro struttura, nel quale è necessario intrecciare profili contabili, gestionali, strategici, giuridici e fiscali, richiedendo dunque competenze trasversali per le aziende ed i professionisti coinvolti.

Lo stesso concetto di M&A *performance* non è unanimemente condiviso dal momento che può essere declinato secondo prospettive di analisi differenti – contabili, organizzative, strategiche – che comportano l'utilizzo di metodi e di metriche di misurazione diversi. Le finalità perseguite attraverso la realizzazione di un'operazione di aggregazione aziendale, infatti, possono essere molteplici e connesse a ragioni di crescita dimensionale o di ristrutturazione del gruppo. Possono dunque essere individuati numerosi obiettivi

operativi e strategici che il *management* si propone di raggiungere con una stessa operazione, comportando la necessità di focalizzarsi di volta in volta su uno o più aspetti per stabilire se questa è stata di successo o meno.

Le operazioni di aggregazione aziendale si caratterizzano, inoltre, per il coinvolgimento di una molteplicità di soggetti che a vario titolo possono vedere i propri interessi personali modificati, in positivo o in negativo, dalla loro conclusione. Si pensi, ad esempio, all'influenza che può essere esercitata dall'operazione sui prezzi azionari che costituiscono l'interesse primario degli investitori. Alternativamente, si potrà porre l'accento sulla reazione dei dipendenti in caso di aggregazioni che conducono a riduzioni del personale o che, invece, permettono di sviluppare percorsi di crescita professionale.

A complemento di quanto finora illustrato, si consideri che talvolta gli interessi delle diverse categorie di *stakeholders* coinvolti nella stessa operazione possono risultare confliggenti determinando ulteriori difficoltà per giungere ad un giudizio di sintesi circa il raggiungimento degli obiettivi stabiliti.

Nonostante gli elementi di complessità qui brevemente accennati, il tema oggetto del presente lavoro risulta di interesse e di particolare rilevanza sia in ambito accademico sia nel mondo professionale.

Le operazioni di aggregazione aziendale costituiscono, infatti, un momento di forte discontinuità nella vita delle aziende e per la loro complessità possono comportare sforzi notevoli di pianificazione, di controllo e di valutazione da parte del *management*. Seppur operazioni di questo tipo possano essere poco frequenti nella vita delle aziende, nella circostanza in cui si manifestino i loro effetti sono solitamente considerevoli perché interessano l'azienda nella sua totalità e possono influenzarne le *performance* future in modo importante. Si pensi, in proposito, che nel solo anno 2022 sono state concluse più di 40.000 operazioni di acquisizione, per un controvalore complessivo di 3.550 miliardi di dollari. In questo contesto così dinamico a livello globale, il mercato italiano risulta altrettanto attivo avendo portato nel 2022 al raggiungimento di un *record* per numero di acquisizioni concluse (superiore a 1.200) con un controvalore complessivo superiore agli 80 miliardi di euro (KPMG, 2023).

Considerata dunque la pervasività di queste operazioni e delle loro potenziali ricadute sulle condizioni di equilibrio economico-finanziario delle aziende, non stupisce che la letteratura accademica abbia approfonditamente indagato tale ambito, cercando di analizzare gli effetti da esse prodotte e la loro capacità di contribuire o meno alla creazione di valore. Le risultanze emerse dalla letteratura sembrano suggerire un elevato tasso di fallimento

(c.d. *failure rate*) delle operazioni (Straub, 2007; Risberg e Meglio, 2012) – anche superiore al 50% – soprattutto nella prospettiva dell’azienda acquirente. Tali conclusioni sono però sovente ottenute prendendo in esame solo alcune dimensioni della M&A *performance*, dunque attraverso una visione solo parziale del fenomeno.

Inoltre, la rilevanza di tale argomento per le aziende ed i professionisti coinvolti, anche nel contesto internazionale, è stata recentemente ribadita dall’*International Accounting Standards Board* (IASB) attraverso l’avvio di un progetto volto a favorire il miglioramento della *disclosure* fornita in bilancio sulla *performance* delle operazioni di *business combinations*, ritenendola di interesse per gli utilizzatori esterni. L’emanazione nel marzo 2020 del *Discussion Paper* - “*Business Combinations—Disclosures, Goodwill and Impairment*” e le lettere di commento ricevute nell’attività di pubblica consultazione hanno determinato la decisione dello IASB di dare seguito al progetto ed alle proposte ricevute con la realizzazione di un *Exposure Draft* di prossima pubblicazione.

Alla luce di tali preliminari considerazioni, il presente lavoro si propone molteplici obiettivi. *In primis*, si ritiene necessario procedere ad una sistematizzazione delle diverse prospettive di analisi e degli strumenti attualmente proposti dalla letteratura accademica per la misurazione e la valutazione del grado di successo o di insuccesso delle aggregazioni aziendali. Tali considerazioni si legano ad aspetti strategici, organizzativi, di rendicontazione, richiedendo dunque una visione complessiva del fenomeno aziendale che è propria degli studi di matrice economico-aziendale. Pur nel contesto di una visione unitaria delle operazioni di aggregazione, una particolare attenzione viene rivolta agli aspetti contabili ed all’impatto che questi possono avere sulle *performance* economico-finanziarie delle aziende coinvolte.

Sulla base delle evidenze ottenute dall’analisi ragionata della letteratura accademica esistente, il presente lavoro si inserisce nell’ampio dibattito scientifico sulle M&A *performance* con il fine di proporre un *framework* teorico che possa supportare la misurazione e la valutazione del grado di successo o di insuccesso delle operazioni di aggregazione tenendo in considerazione (i) le numerose dimensioni della *performance*, (ii) la molteplicità degli interessi coinvolti e (iii) le specificità dell’operazione stessa. Emerge infatti la necessità di uno strumento che permetta di misurare e di valutare la capacità dell’operazione di generare valore per le diverse categorie di *stakeholders* coinvolti, adottando un approccio che sia pertanto contestualmente multidimensionale – ossia capace di coniugare le diverse prospettive di analisi

secondo le quali si può declinare la *performance* dell'operazione – e *multi-stakeholder*.

Le considerazioni proposte nel presente volume possono così contribuire allo sviluppo della letteratura di matrice economico-aziendale sull'argomento, evidenziando i limiti degli studi attuali e suggerendo l'importanza di una visione unitaria nei confronti dell'analisi delle aggregazioni aziendali. In tale prospettiva, il presente lavoro può contribuire alle valutazioni effettuate dai molti professionisti coinvolti in operazioni di aggregazione, nonché supportare l'attività dello *standard setter* attraverso l'identificazione delle diverse prospettive con cui procedere alla valutazione delle M&A *performance* e favorendo l'elaborazione di indicazioni di *policy*.

La trattazione segue un percorso logico ben delineato ed è suddivisa in tre capitoli.

Il primo capitolo ha carattere introduttivo ed al suo interno si delineano il perimetro di riferimento delle operazioni di aggregazione aziendale e il loro ruolo in relazione alla crescita dimensionale dell'azienda, individuando le diverse tipologie di operazioni che possono essere implementate e le loro possibili finalità. Sempre in tale capitolo si presenta l'evoluzione storica del fenomeno delle M&A e sono illustrate le ultime tendenze sui mercati nazionali ed internazionali circa la conclusione di operazioni di aggregazione aziendale. Per contestualizzare la rilevanza e la pervasività di tali operazioni nella vita delle aziende, sono infine proposti anche alcuni riferimenti normativi e contabili, nonché l'illustrazione degli ultimi progetti in corso di definizione da parte dello IASB che hanno per oggetto le operazioni di aggregazione aziendale e il miglioramento della *disclosure* sulla loro *performance*.

Il secondo capitolo si propone di approfondire il concetto di M&A *performance* sotto il profilo teorico, analizzando come questo è stato definito dalla letteratura accademica di matrice economico-aziendale e quali diverse prospettive possono essere utilizzate per la sua misurazione. A tal fine, il capitolo propone un'approfondita analisi della letteratura sviluppata sulle conseguenze generate dalle operazioni di aggregazione aziendale, definite a livello di singola azienda (c.d. *firm-level consequences*). L'illustrazione dello stato dell'arte della ricerca ha lo scopo di evidenziare le proposte formulate dagli studi accademici, nazionali ed internazionali, per rispondere alla necessità di valutare le M&A *performance*, sottolineando i loro limiti. L'analisi della letteratura presentata nel lavoro ha cura di evidenziare le diverse dimensioni secondo cui sviluppare lo studio delle M&A *performance*, sottolineando i relativi metodi di misurazione attualmente proposti. Sono proposte,

inoltre, le evidenze empiriche ottenute per ciascuna delle declinazioni del concetto di M&A *performance*.

Il terzo capitolo costituisce l'aspetto peculiare dell'intera opera, presentando la proposta di un *framework* teorico che possa utilmente supportare la misurazione e la valutazione delle *performance* ottenute da operazioni di aggregazione. Nello specifico, il modello prevede e suggerisce l'utilizzo contestuale di un approccio multidimensionale e multi-*stakeholders* alla valutazione del grado di successo di un'aggregazione aziendale. Seguendo tale impostazione, il modello si propone di rispondere alle limitazioni dei modelli esistenti e, pertanto, presuppone la necessità di prendere in considerazione le diverse dimensioni della *performance*, gli interessi degli *stakeholders* coinvolti e le specificità dell'operazione oggetto di analisi.

Nel capitolo sono infine discusse anche le potenziali implicazioni del modello teorico e le sue principali limitazioni, arrivando in tal modo alla presentazione di alcune considerazioni di sintesi sull'argomento.

Università degli Studi di Genova, 19 febbraio 2024

Elisa Roncagliolo
roncagliolo@economia.unige.it

1. LE OPERAZIONI DI AGGREGAZIONE AZIENDALE

1.1. Le aggregazioni aziendali: inquadramento teorico e profili definitivi

1.1.1. L'azienda e le operazioni di gestione

Lo studio del fenomeno aziendale si concretizza nell'analisi delle condizioni di equilibrio economico e di equilibrio finanziario che devono essere perseguite e mantenute nel tempo dalle aziende, nonché nello studio delle operazioni di gestione con cui si sviluppa la loro attività¹. La gestione aziendale è determinata dall'attuazione di innumerevoli operazioni elementari con cui si realizzano i processi della produzione, della distribuzione e del consumo di risorse. Il flusso di operazioni mette in relazione l'azienda con l'am-

¹ Tali considerazioni sono rinvenibili nella definizione di azienda di Giannessi, secondo il quale l'azienda è "unità elementare dell'ordine economico generale dotata di vita propria e riflessa, costituita da un sistema di operazioni promanante dalla combinazione di particolari fattori e dalla composizione di forze interne ed esterne, nel quale i fenomeni della produzione, della distribuzione, del consumo vengono predisposti per il conseguimento di un determinato equilibrio economico durevole tale da offrire una remunerazione adeguata ai fattori utilizzati e un compenso proporzionale ai risultati raggiunti al soggetto economico per conto del quale l'attività si svolge." (Giannessi, 1960). Si ricordano in proposito anche le parole di Gino Zappa: "La scienza che studia le condizioni di esistenza e le manifestazioni di vita delle aziende, la scienza ossia dell'amministrazione economica delle aziende, insomma l'economia aziendale è dunque la nostra scienza". E ancora: "Il momento logico generatore della nostra scienza si ritrova nell'idea di un'attività economico-aziendale, l'amministrazione economica, volta al raggiungimento dei fini, per i quali necessariamente ogni azienda è istituita e retta. Nell'accennato campo (...) rientra tutta la materia relativa alla gestione delle aziende, relativa ossia a quanto direttamente si attiene alla vita della ricchezza, e rientra pure come sappiamo quanto contempla la rilevazione di quella vita. Ma rientra anche ogni indagine economica riflettente l'organismo in virtù del quale le aziende tendono al conseguimento dei loro fini." (Zappa, 1927).

biente esterno, determinando un rapporto di interscambio continuo² che coinvolge le diverse categorie di soggetti con cui l'azienda interagisce e il cui soddisfacimento di uno specifico interesse personale viene influenzato dal comportamento aziendale stesso – ossia l'insieme dei soggetti che la dottrina economico-aziendale definisce *stakeholders*³ – necessitando di instaurare con questi ultimi un'attività di comunicazione (Quagli, 2001, 2004)⁴. La gestione porterà dunque l'azienda ad avere rapporti di scambio economico ed instaurare flussi informativi con fornitori, clienti, concorrenti, nonché finanziatori dai quali ottenere le risorse finanziarie necessarie a sostenere il processo produttivo. Le relazioni potranno poi coinvolgere altri soggetti, esclusi dall'ambiente competitivo dell'azienda, ma comunque interessati al suo funzionamento quali ad esempio le comunità locali o lo Stato e le altre istituzioni pubbliche.

Pur rappresentando un flusso unitario – oltre che coordinato e finalizzato⁵ – le operazioni di gestione possono essere variamente classificate in funzione dei precisi obiettivi conoscitivi che si perseguono. Alcune operazioni si manifestano in maniera ricorrente, ripetendosi con continuità e sistematicità. Ne costituiscono degli esempi le operazioni di gestione riconducibili alle attività di finanziamento, di acquisto di fattori produttivi o di vendita dei prodotti finiti. Si generano in tal caso insiemi di operazioni con lo stesso oggetto e soprattutto con lo stesso fine che vengono definiti processi⁶.

² Come sottolineato da Ferrero (1965) “le discipline economico-aziendali (...) sono caratterizzate da un processo di conoscenza che contempla l'azienda, nel suo essere e nel suo operare, in relazione alle circostanze d'ambiente e di mercato che condizionano l'istituzione, il funzionamento e la cessazione dell'azienda stessa”.

³ Come precisato da Quagli, gli *stakeholders* sono soggetti – singoli individui, gruppi, associazioni – “interessati alle vicende aziendali e contribuiscono ad influenzarle a loro volta adottando nei confronti dell'azienda atteggiamenti più o meno collaborativi” (Quagli, 2004, p. 2).

⁴ Ulteriori interessanti approfondimenti sulla comunicazione finanziaria e sulle politiche di *disclosure* volontaria delle aziende italiane sono proposti da Mancini et al. (2003), Salvioni e Teodori (2003), Quagli e Teodori (2005), Avallone (2008), Teodori e Veneziani (2013), Quagli e Avallone (2014).

⁵ Il rapporto di coordinazione tra le diverse operazioni di gestione non è semplicemente dovuto al fatto che “sono disposte in una successione temporale (ad esempio un'operazione d'acquisto è legata alle successive di trasformazione e vendita), o in un ordine spaziale, bensì perché risultano tutte indirizzate alla funzione economica consistente nella produzione di ricchezza o nella creazione di valore” (Ferraris Franceschi, 2010, p. 28).

⁶ L'aggregazione per processi delle operazioni di gestione risulta distinta dall'aggregazione per funzioni. Nell'approccio per funzioni si identificano subsistemi di operazioni omogenee per ciò che concerne le risorse e i fattori produttivi impiegati. I processi, invece, sono insiemi “di attività interdipendenti, svolte utilizzando *input* di varia natura (dalle idee ai materiali, dalle informazioni agli impianti, dai documenti ai prodotti finiti) che vengono «trattati» per ottenere un determinato *output*” (Marchi, 2018). Preme ricordare in tal senso il contributo fornito da autorevoli aziendalisti italiani allo sviluppo e al consolidamento di una visione

Altre operazioni invece si presentano in modo episodico e soprattutto mancano del requisito della ripetibilità. Rientrano tra queste ultime le aggregazioni aziendali che costituiscono la risposta a specifiche esigenze strategiche di crescita dell'impresa o di un suo ridimensionamento⁷ (Potito, 2016).

1.1.2. La dimensione aziendale e le strategie di crescita

Le aziende perseguono obiettivi differenti, ma è innegabile considerare che la crescita dimensionale⁸ costituisca un obiettivo comune alle diverse tipologie di aziende. La crescita rappresenta la modalità con cui l'azienda può incrementare la propria capacità produttiva, aumentare il volume dei prodotti/servizi che sono offerti sui mercati ed ampliare i propri mercati di sbocco arrivando a sfruttare nuove opportunità di *business*. Tale percorso virtuoso permette all'azienda di consolidare il proprio vantaggio competitivo ed accrescere le possibilità di generare nuove occasioni di sviluppo rispetto ai concorrenti. La traiettoria di crescita così delineata dovrebbe quindi tradursi in un miglioramento dei risultati economici ottenuti, innescando una spirale virtuosa che garantisca le condizioni di redditività e di solidità/liquidità necessarie al soddisfacimento degli interessi degli *stakeholders* e al perdurare nel tempo dell'azienda stessa.

Il percorso di crescita dimensionale non è però da intendersi in modo univoco, potendo identificare linee di sviluppo differenti per le aziende. Occorre innanzitutto distinguere tra crescita strutturale e crescita operativa dell'azienda. Per crescita strutturale si intendono gli aspetti dimensionali della struttura aziendale, ossia della capacità produttiva potenziale dell'impresa determinata dai fattori produttivi di cui essa dispone e dal modo con cui questi sono combinati per lo svolgimento dell'attività produttiva (Corticelli, 1998, p. 125).

dell'azienda "per processi e combinazioni economiche di processi" (Zappa, 1956; Ferrero, 1980).

⁷ La strategia aziendale, infatti, potrà talvolta ritenere proficuo un ridimensionamento della dimensione aziendale, anziché il suo ampliamento. A questo proposito, come già sottolineato da Onida (1951, p.9): "secondo il *modo* nel quale vengono effettuate, sia l'espansione che la limitazione di una data impresa possono tornare di grande giovamento o riuscire invece disastrose".

⁸ Per un'approfondita analisi del concetto di crescita nella prospettiva economico-aziendale e del suo impatto sul mantenimento delle condizioni di equilibrio si rinvia a Corticelli (1998). Ulteriori considerazioni sulla crescita e lo sviluppo dell'azienda sono state formulate da Catturi (2009).

La maggiore disponibilità di fattori produttivi e la loro potenziale *performance* costituisce dunque il perimetro dimensionale entro il quale l'azienda può sviluppare la propria attività. In tal senso, la crescita strutturale richiede l'attuazione da parte dell'azienda di precise politiche di investimento con le quali ottenere un "quantitativo" superiore di fattori produttivi, caratterizzati da una migliore efficienza produttiva.

Parlando di crescita operativa, invece, si fa riferimento agli aspetti dimensionali connessi con il funzionamento della struttura aziendale, misurati solitamente con riferimento al volume d'affari dell'azienda, il valore aggiunto generato o la quantità di prodotti/servizi offerti sul mercato. In tali situazioni emerge un chiaro riferimento al legame che esiste tra dimensione operativa dell'azienda e lo specifico contesto di mercato in cui essa opera⁹. Più in generale, non è possibile definire una dimensione ottimale dell'impresa; questa sarà influenzata dal contesto di mercato, dalle opportunità che quest'ultimo offre, dalle capacità dell'impresa di coglierle, nonché dallo specifico momento temporale in cui si effettua l'analisi, anche con riferimento al ciclo di vita dell'azienda stessa¹⁰.

Risulta inoltre evidente l'equilibrio che dovrebbe sussistere tra crescita operativa e strutturale affinché il percorso di sviluppo dell'azienda risulti sostenibile e in grado di mantenere nel tempo le condizioni di equilibrio economico-finanziario. È necessario, infatti, che l'azienda disponga di una struttura in grado di realizzare il volume di produzione che questa può collocare sui mercati, garantendo le condizioni di elasticità e di flessibilità che possono permettere l'adattamento del livello di produzione agli eventuali cambiamenti nel contesto di mercato. Ciò al fine di evitare che l'azienda non sia in grado di cogliere le opportunità che il mercato le offre di volta in volta, deteriorando la sua competitività e dunque determinando un peggioramento delle *performance* economico-finanziarie. Allo stesso tempo, è necessario

⁹ L'influenza esercitata dalle condizioni di mercato – in espansione o in fase di contrazione – sulla dimensione dell'azienda viene evidenziata in numerosi studi accademici. Si pensi alle parole di Cattaneo "le caratteristiche dei mercati concorrono potentemente a definire la dimensione delle imprese che compongono un settore economico" (Cattaneo, 1963, p. 57).

¹⁰ Sul tema della dimensione aziendale è fondamentale ricordare le parole di Gino Zappa, secondo il quale "Un carattere della produzione d'impresa avvinto per molteplici nessi ai suoi diversi momenti, alle sue strutture e alle sue coordinazioni di gestione è dato dalle dimensioni d'impresa" (Zappa, 1956, p. 327). In maniera analoga, Amodeo ribadisce l'importanza di non considerare la crescita dimensionale nel solo aspetto quantitativo "(...) per dimensione d'impresa s'intende solitamente la grandezza della combinazione attuata fra i diversi fattori produttivi (...) nel comune discorso, si inclina talora a riguardare quel problema altresì nell'aspetto qualitativo" (Amodeo, 1967). L'interesse della dottrina economico-aziendale in merito al tema della dimensione delle imprese ha poi trovato riscontro in ulteriori studi cui si rinvia (Amaduzzi, 1964; Cavalieri, 1981; Di Pietra, 2001).

che la dimensione operativa sia congrua rispetto alla struttura definita dal *management* al fine di evitare che vi siano capacità produttive non adeguatamente sfruttate, generando dunque situazioni in cui il rendimento degli investimenti non sia soddisfacente per gli *stakeholders*. In tal senso, si evidenzia lo stretto legame di interdipendenza che sussiste tra la definizione della struttura dell'azienda e il perseguimento di precise strategie competitive (Penrose, 1959; Chandler Jr, 1962).

In particolare, la letteratura economico-aziendale ha individuato diverse possibili direttrici per l'implementazione di strategie di crescita (Ansoff, 1965):

- penetrazione del mercato;
- sviluppo di nuovi prodotti;
- sviluppo di nuovi mercati;
- diversificazione.

Nel primo caso, con la penetrazione del mercato, l'azienda mantiene la gamma di prodotti/servizi attualmente offerta, ma cerca di migliorare la posizione competitiva incrementando la propria quota di mercato a discapito dei concorrenti.

Lo sviluppo di nuovi prodotti, come facilmente intuibile, si concretizza invece nella progettazione e nell'offerta sul mercato di prodotti/servizi nuovi. Non si tratta in tale situazione di sviluppare prodotti che si collocano su segmenti di mercato totalmente differenti rispetto a quelli di origine, bensì l'azienda sviluppa percorsi di crescita offrendo nuove varianti di prodotto rispetto agli attuali, prodotti rinnovati.

Nel caso dello sviluppo di nuovi mercati l'azienda mantiene inalterato il proprio portafoglio prodotti, ma cerca di ampliare i mercati di sbocco cui si rivolge. È importante sottolineare che l'attuazione di questa strategia non comporta il raggiungimento di mercati che siano nuovi solo dal punto di vista geografico, attraverso dunque l'internazionalizzazione del *business*. Rientrano in questa categoria, infatti, anche le strategie con cui l'azienda si propone di accedere a nuovi segmenti di mercato.

Infine, con le strategie di diversificazione l'azienda cerca congiuntamente di inserirsi in nuovi mercati e di sviluppare nuovi prodotti. Intraprendere questo tipo di strategia comporta maggiori rischi rispetto alle altre. È necessario infatti attuare precise scelte strategiche che permettano di far conoscere l'azienda e i suoi prodotti in contesti del tutto nuovi. La maggiore rischiosità associata a queste strategie dovrebbe dunque tradursi in un miglioramento più consistente delle *performance* economico-finanziarie dell'azienda.

In ciascuna delle situazioni appena delineate l'attuazione delle strategie di crescita può avvenire utilizzando modalità differenti. A questo proposito,