

AMERICA ONLINE-TIME WARNER: ANALISI DI UN FALLIMENTO ANNUNCIATO

Quando Bob Pittman e Gerald Levin, al tempo rispettivamente Chief Operating Officer (COO) e Chief Executive Officer (CEO) di America Online-Time Warner (AoL-TW), suonarono il 12 gennaio 2001 la campanella che precede l'apertura delle contrattazioni, la sensazione dominante a Wall Street era di trovarsi alla vigilia di un evento che avrebbe segnato la storia della Corporate America. Ad un anno e un giorno dall'annuncio da parte di AoL e TW (le due principali società nel mondo di Internet, dei media e dell'intrattenimento cine-televisivo) dell'intenzione fondersi, la Federal Communication Commission (FCC) aveva dato il via libera alla nascita del primo autentico gigante della new economy. Il mondo finanziario guardava ad AoL-TW come al segnale di uno storico cambiamento: altre fusioni, acquisizioni e alleanze strategiche sarebbero seguite integrando reale e virtuale, legittimando definitivamente le imprese dell'economia digitale come il vero traino della crescita economica. Oggi, in un clima fortemente mutato da recessione, terrorismo e scandalo dei bilanci truccati, assistiamo al triste spettacolo di corsi azionari fortemente depressi, mancato raggiungimento degli obiettivi della fusione e perfino dall'ammissione di fatturati gonfiati. Che cosa è successo? Responsabilità del management o infondatezza delle condizioni alla base della stessa operazione? Proviamo a ripercorrere le principali tappe della vicenda e fare insieme qualche considerazione.

L'11 gennaio del 2000 AoL e TW annunciano al mercato la loro intenzione di fondersi. Una fusione da 164 miliardi di dollari, la più grande della storia, fra due aziende della new e old economy. AoL vale sul mercato 200 miliardi di \$ contro i 100 di TW, che vanta però l'80% del fatturato e il 70% dei flussi di cassa della nuova società: TW super AoL per ogni altro parametro, ma ai suoi azionisti saranno assegnati il 45% dei titoli rappresentativi della nascente realtà. Siamo nel pieno dell'euforia dei mercati finanziari e gli analisti sono in larga parte ottimisti: la stima è che AoL agirà da moltiplicatore delle attività di TW e i business delle due società, fortemente complementari, nel lungo periodo non potranno che rafforzarsi a vicenda.

Il 12 gennaio 2001 la FCC autorizza la fusione e nasce AoL-TW: 84.700 dipendenti, circa 36 miliardi di \$ di fatturato e 2,29 di profitti, 26 milioni di utenti Internet, 21 milioni di utenti TV, 7 società discografiche, 36 testate periodiche, due stazioni TV via cavo, due Studi cinematografici. A guidare la società quattro manager, che mantengono nei fatti le posizioni occupate nelle aziende di provenienza:

- ❑ Steve Case, Charmain (AoL)
- ❑ Gerald Levin, CEO (TW)
- ❑ Bob Pittman, COO (AoL)
- ❑ Richard Parsons, CO-COO (TW).

La FCC approva l'operazione ma pone alcune condizioni per garantire il mantenimento di un regime di concorrenza e impedire abusi da posizione dominante:

- ❑ AoL-TW aprirà ai concorrenti la propria rete a banda larga e consentirà l'accesso alle reti di cavi televisivi ad alta velocità per i servizi di messaggistica elettronica;
- ❑ AT&T venderà la partecipazione in TW al fine di evitare relazioni fra i primi due operatori al mondo di reti di cavi televisivi e telefonici in fibra ottica.

La posizione degli analisti, entusiasti un anno prima, è ora improntata a cauto ottimismo. Se le limitazioni imposte dall'autorità non sembrano in grado di influire più di tanto sulle prospettive della società, qualche timore emerge in merito a tre punti:

- ❑ i costi di fusione e riorganizzazione, sempre difficilmente controllabili;
- ❑ le stime di crescita appaiono probabilmente ottimistiche, specie alla luce delle condizioni non più floride dell'economia;

- la differenza culturale fra i manager delle due aziende (giovane e dinamico quello di AoL, più anziano e burocratico quello di TW) può generare conflitti che rischiano di tradursi nel mancato raggiungimento dei risultati previsti.

Case e Levin fanno professione di stima reciproca e ottimismo: a fine 2001 il cash flow sarà cresciuto del 30% e saranno realizzati tagli sui costi operativi per 1 miliardo di \$. Ma i timori degli analisti circa la scarsa affinità degli uomini non sono infondati. Nel corso del 2000 vi sarebbero stati diversi “aggiustamenti” nella definizione del management che avrebbe guidato le società congiunte: in una prima fase prevalentemente di provenienza AoL, successivamente riequilibrato (anche grazie ad una marcata flessione dei corsi azionari di AoL) a favore di TW. Mai in dubbio la guida operativa, affidata a Bob Pittman, l'uomo che ha prima salvato e poi trasformato AoL nella regina della rete. Interessante riportare qui il pensiero di John Schreiber in quel periodo (gestore di Janus Fund, uno dei più importanti fondi di investimento americani), perché testimonia il “sentiment” di molti investitori:

“Ritengo che AoL-Time Warner fornisca agli investitori una combinazione di attività editoriali vincenti con un fantastico management e una valutazione interessante.”

I sei mesi che seguono la fusione sono per AoL-TW ricchi di iniziative:

- l'acquisto per 1,6 miliardi di \$ della casa editrice inglese Ipc;
- un investimento di 100 milioni di \$ in Amazon.com, che preluderebbe anche ad un take over amichevole. Parte dell'accordo è anche l'utilizzo della tecnologia di Amazon.com nella gestione delle transazioni commerciali su Internet, che permette all'utente di effettuare acquisti su tutti i siti convenzionati utilizzando lo stesso codice personale;
- il progetto di fusione con AT&T Broadband, primo gestore americano di reti di cavi in fibra ottica con oltre 16 milioni di utenti, di TW Cable (al secondo posto con quasi 13 milioni di utenti). L'iniziativa prende avvio dopo che AT&T ha respinto come inadeguata un'offerta ostile di 40 miliardi di \$ da parte di Comcast Corporation (terzo operatore). La nuova società sarebbe controllata per il 45% da AoL-TW, che esprimerebbe il management, e per il 50% da AT&T: in consiglio sederebbero lo stesso numero di consiglieri per ciascuna società.

E' chiaro che la nuova realtà dovrebbe fare i conti con l'antitrust, e che le probabilità di un via libera indolore sono al lumicino.

Ma c'è chi intende fare più del possibile per sbarrare il passo di AoL-TW: Microsoft infatti ha individuato da tempo in Internet il segmento nel quale diversificare la propria attività ed è decisa ad impedire con ogni mezzo l'acquisto di AT&T Broadband e con essa l'accesso di AoL-TW a milioni di utenti potenziali. Non è in gioco il mercato dei cavi in fibra ottica ma il predominio sul mercato dell'intrattenimento su Internet. Comincia fra i due giganti un lungo braccio di ferro, del quale riassumiamo i tratti salienti:

- AoL presenta istanza al parlamento USA affinché esamini la legalità del nuovo sistema operativo Windows XP, disegnato per favorire il collegamento a servizi Internet forniti da Microsoft. Un comportamento che ricalca quello seguito nel caso del browser Explorer e giudicato illegale dai tribunali USA;
- Microsoft da parte sua intende sostenere, anche finanziariamente, l'offerta ostile di Comcast o di altre società che siano interessate all'acquisizione di AT&T Broadband;
- AoL utilizzerà il sistema di identificazione per le transazioni sulla rete (acquisito da Amazon) per contrastare analoga soluzione posseduta dal concorrente.

La conquista di solide posizioni di mercato non è l'unica preoccupazione di AoL-TW: nel secondo semestre del 2001 l'attacco alle torri gemelle rende drammatica una situazione

già resa preoccupante dal quadro congiunturale. La crisi del mercato pubblicitario porta a ridimensionare gli obiettivi: nel 2001 un fatturato in crescita del 5-7% (invece del 12-15) e un incremento degli utili del 20% (anziché del 30). Per il 2002 non più una crescita del 25% ma semplicemente “a due cifre”.

Le dure battaglie di mercato e la recessione non possono non influenzare i delicati equilibri esistenti nel management: il 5 dicembre 2001 Gerald Levin annuncia, a sorpresa, che si ritirerà a maggio 2002. Indiscrezioni attribuiscono ad un violento attacco in CdA da parte di Ted Turner (fondatore di Cnn, vicepresidente e ancora principale azionista individuale di AoL-TW): Levin sarebbe stato accusato di incompetenza e di avere responsabilità evidenti del crollo dei corsi azionari. Ancora più sorprendente che a succedergli sia Richard Parsons e non Bob Pittman, dai più ritenuto l'uomo di punta della compagine manageriale: ma Pittman concentrerà nelle sue mani tutta la gestione operativa e gli analisti vedono nelle scelte operate non un aggiustamento dei rapporti di forza ma una soluzione che sfrutta al meglio le caratteristiche di due ottimi manager. Wall Street applaude.

Un mese più tardi AoL-TW annuncia per il primo trimestre 2002 la contabilizzazione di una minusvalenza compresa fra i 40 e 60 miliardi di \$ per la svalutazione dell'avviamento generato dalla fusione. Responsabili le nuove norme in materia contabile: non ci saranno impatti operativi né uscita di liquidità. Eppure la decisione della società costringe ad un duro esame di realtà e a prendere coscienza dell'influenza della bolla speculativa sul valore dell'azienda. Parsons cerca di trasferire al mercato la sensazione che il management controlla la situazione attraverso una previsione circa l'andamento del mercato pubblicitario che non lascia equivoci:

“Non ci sono miglioramenti in vista. L'anno scorso l'azienda aveva formulato certe ipotesi sull'andamento dell'economia ed è scivolata sulla recessione del mercato pubblicitario. Siamo stati penalizzati dalle attese troppo ottimistiche che noi stessi avevamo creato.”

Un giudizio che il mercato riconosce come onesto e mostra di apprezzare mantenendo immutate le raccomandazioni d'acquisto preesistenti. Un segnale significativo viene anche dal fronte della competizione: AoL-TW rinuncia ad acquistare AT&T Broadband e il nuovo proprietario è Comcast per 44 miliardi di \$.

Alla fine secondo trimestre 2002 il titolo registra una flessione di circa il 70% dalla fusione e del 50% da inizio anno. La divisione AoL, che avrebbe dovuto rappresentare il moltiplicatore delle attività TW, rappresenta ora la vera zavorra ai piedi del gigante: la crisi del mercato pubblicitario e dell'e-commerce, la diminuzione dei nuovi abbonamenti, i problemi nel lancio di servizi legati alla banda larga portano alla stima di un calo del cash flow nel 2002 di oltre il 20%. A tenere la barca al di sopra della linea di galleggiamento sono le “vecchie” attività: editoria, cinema e musica, tutte con margini operativi in crescita significativa.

Nel luglio 2002 Bob Pittman rassegna le dimissioni in un clima interno nel quale non sembra prevalere il rimpianto (“E' ora che Pittman si riposi”, è il commento di Parsons). Lo sostituiscono due manager di estrazione TW, Don Logan e Jeff Bewkes: Logan si occuperà della divisione New media & Communication (che incorpora AoL), Bewkes della Entertainment & Networks Group. Entrambi hanno una storia di successo, entrambi erano contrari alla fusione. Steve Case resta l'unico manager di provenienza AoL, e probabilmente il suo ruolo sarà sempre più rappresentativo: AoL è oggi solo parte di una divisione media e AoL-TW un'azienda guidata da uomini TW.

Il resto è storia recente. Il management è impegnato in un recupero di credibilità e fiducia: drastici tagli ai costi riportano in positivo i conti delle attività Internet, mentre quelle targate TW continuano a crescere. Ma si studiano anche altre soluzioni:

- Il cambio di denominazione sociale;
- una separazione delle attività nei cavi da quelle a basso margine come gli accessi Internet, e la divisione del gruppo in due nuove società: ipotesi questa che segnerebbe il fallimento del disegno strategico iniziale.

Ma l'esplosione del caso delle irregolarità di bilancio, innescato dal fallimento Enron, investe in pieno anche AoL-TW: 49 milioni di \$ sarebbero stati erroneamente contabilizzati fra il 2000 e il 2001. Parsons si difende sostenendo che le transazioni sono state registrate con il placet della società di revisione contabile, e alla fine presta il giuramento sul bilancio previsto dalle nuove norme in materia di trasparenza dei bilanci (pur con l'incognita sui bilanci 2000 e 2001). Un po' di respiro? Assolutamente no: la Security Exchange Commission (Sec) indaga ora su vendite di titoli per 500 milioni di \$ effettuate da quindici manager (tra questi Parsons e Case) tra febbraio e giugno del 2001, quando l'azienda manteneva ottimistiche previsioni sul proprio futuro.

Un analista, commentando le difficoltà di AoL-TW, ha affermato:

“Un giorno, quando tutto questo sarà finito, scopriremo che la valutazioni alla base della fusione erano giuste: quello che era sbagliato era la valutazione del valore delle due società.”

Trovo in queste parole un fondo d'ottimismo che sento di condividere; mi sembra invece frettolosa l'analisi delle ragioni alla base delle difficoltà della società. Non intendo qui fare commenti sull'etica del management: non era questo l'obiettivo iniziale e le responsabilità sulle presunte irregolarità debbono ancora essere accertate. Vorrei invece soffermarmi su alcuni punti sostanziali:

- non condivido la posizione di quanto affermano che il fallimento della fusione fra AoL e TW fosse già insita nel piano strategico iniziale. Credo che esista ancora oggi una profonda complementarità fra i due core business, che potrà esaltarsi nel medio periodo se il management avrà la tenacia di insistere e gli azionisti la pazienza di attendere. In fondo la fusione ha avuto luogo solo 20 mesi fa;
- vi è stata una evidente sopravvalutazione del valore e del peso che AoL avrebbe avuto nella nuova compagine. Ma invito i censori a ricordare il clima di quel periodo, e ad enumerare oggi le voci contrarie udite con le proprie orecchie;
- la storia della fusione fra AoL e TW è una storia nella quale il business sembra fare solo da cornice ad una vicenda che riguarda prima di tutto uomini e culture profondamente diversi. E' questa, a mio parere, la chiave di lettura. Alcuni analisti avevano sollevato il dubbio che le differenti caratteristiche del management delle due compagnie potesse costituire una fonte di costi non preventivati: forse nessuno, aveva ipotizzato che potesse costituire un ostacolo *insormontabile*;
- pensiamo alla frustrazione che deve aver pervaso il management di TW al momento della fusione. Prevalentemente scettici verso questa soluzione (con eccezione del top management), abituati a costruire anno per anno la crescita del fatturato e degli utili, hanno visto il loro ruolo ridimensionato a favore di persone che sentivano scarsamente affini (forse anche poco stimate) e premiati da una iniqua valutazione del concambio: facile immaginare il desiderio di rivincita e la conseguente, strenua difesa delle posizioni acquisite da parte del manager di estrazione AOL;
- oggi i manager provenienti da TW sono padroni del campo e registriamo che sono allo studio ipotesi quali il cambiamento del nome e/o la sua divisione in due distinte società: è il tentativo, giustificato dalla ricerca di valore per gli azionisti, di negare un'identità e

rimuovere l'esistenza stessa di un evento (la fusione) le cui conseguenze non potranno essere cancellate né dalla memoria né dalle tasche degli azionisti.

Ciò che AOL e TW avevano intenzione di realizzare era una società che potesse contare su asset complementari, decisivi per la loro crescita, ma che sviluppare autonomamente sarebbe stato proibitivo: l'acquisizione della conoscenza indispensabile avrebbe richiesto ad entrambe enormi risorse finanziarie e tempi di realizzazione incompatibili con le esigenze di business. Eppure manager capaci di gestire il core business in autonomia non garantiscono automaticamente una buona gestione quando complementarità e diversità diventano vitali. La tutela del capitale intellettuale disponibile e la sua crescita indotta dalle evidenti sinergie sarebbe stata probabilmente favorita dall'impiego di manager con alle spalle una storia di successo nella gestione di alleanze, che sapesse integrare le qualità di un gruppo dirigente che aveva già ottenuto eccellenti risultati nelle società di provenienza. Forse, con una soluzione così indirizzata, la creazione di un clima improntato alla fiducia, l'integrazione di culture differenti e la distribuzione progressiva in tutta l'organizzazione della conoscenza esistente non si sarebbe dimostrata proibitiva.

In conclusione, credo di poter affermare che parte importante del capitale intellettuale inizialmente disponibile sia ora irrimediabilmente perduto: le persone che hanno lasciato, le opportunità che probabilmente non sono state colte e le difficoltà indotte da un clima poco adatto all'integrazione di asset complementari hanno già causato agli azionisti, al di là della perdita di valore del titolo, perdite consistenti e difficilmente quantificabili. La speranza è che la compagine manageriale "vincente" sappia ora valorizzare ciò che rimane (ancora moltissimo), senza rinnegare il passato, confermando la bontà di un disegno strategico ancora validissimo.

Tabella 1

Dati rappresentativi dei rapporti di forza fra America Online e Time Warner al momento della fusione

	America Online	Time Warner
Fatturato (% del totale)	20	80
Cash flow (% del totale)	30	70
Capitalizzazione di borsa (miliardi di \$)	200	100
Quota azioni nuova società ai singoli azionisti (%)	55	45

Grafico storico dell'andamento del titolo

Link: <http://finance.yahoo.com/q?s=aol&d=1y>

Tabella 2

Principali informazioni riguardati le attività di America Online-Time Warner al momento della fusione

Fatturato (miliardi di \$)	36
Utile netto (miliardi di \$)	2,3
Dipendenti	85.000
Utenti Internet (milioni)	26
Utenti TV (milioni)	21
Testate periodiche	2
Società discografiche	7
Stazioni TV via cavo	2
Studi cinematografici	2

Questo articolo è stato scritto il 30 agosto: gli eventi trattati sono stati ricostruiti con l'ausilio di articoli pubblicati su "Il Sole 24 Ore".