



**Politecnico
di Torino**

Politecnico di Torino

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

Il premio di acquisizione e le sue determinanti

Confronto storico con i risultati delle analisi pregresse

Relatore:
Riccardo Calcagno

Candidato:
Pietro Aimale

Sommario

Introduzione	5
CAPITOLO 1: Introduzione al mondo delle operazioni di M&A	7
Che cosa sono le operazioni di M&A?	7
Premio di Acquisizione.....	7
Perché avvengono le operazioni di M&A?	8
Fusioni	9
Acquisizioni.....	11
Tipologie di M&A.....	14
Breve cronistoria delle ondate di M&A	17
Focus sul mercato M&A in Italia.....	24
CAPITOLO 2: Motivazioni che portano al M&A, il processo e l'influenza delle variabili sul premio di acquisizione nel passato.....	29
Definizione di sinergia.....	29
Le motivazioni alle operazioni di M&A.....	31
Prospettiva degli azionisti.....	31
Prospettiva manageriale.....	33
Processo di acquisizione	35
Analisi strategica preventiva.....	36
Negoziazione.....	37
Due diligence	38
Stipula del contratto di acquisizione.....	39
Metodi di pagamento	40
Integrazione	40
Strategie difensive	42
RASSEGNA DELLA LETTERATURA	45
Premio d'offerta.....	45
Proprietà dispersa e premi.....	47
Aste ed incentivi per le offerte eccessive.....	48

Problemi del rincaro dei prezzi dopo l'offerta -----	49
Rumored deal -----	49
Strategie per il metodo di pagamento -----	52
Pillole avvelenate e premi d'acquisto -----	54
CAPITOLO 3: Analisi empirica -----	56
Ricerca empirica delle determinanti del premio nelle operazioni di fusione e acquisizione -----	56
Selezione del campione-----	56
Metodologia -----	57
Stimatore OLS -----	60
Statistiche descrittive delle variabili -----	62
Risultati dell'analisi di regressione: le determinanti del premio di acquisizione nelle operazioni M&A -----	66
Risultati principali -----	76
Conclusioni-----	79
Appendice -----	81
1-Paradosso delle fusioni -----	81
2-Cross border M&A-----	83
3-Due Diligence -----	86
4-Tabella riassuntiva delle variabili indipendenti -----	88
5-Output Stata regressioni 1-2-3-4 con statistica F -----	90
Bibliografia-----	95

Introduzione

Dal 2012 in poi, secondo molti autorevoli esperti del settore, le operazioni di M&A hanno avuto un ruolo fondamentale per la crescita economica mondiale dell'intero mercato finanziario. Basti pensare all'incremento costante del numero di tali attività e del loro controvalore; nel 2007 si è raggiunto il record per quanto riguarda il valore totale delle operazioni di M&A pari a 3833 miliardi di dollari, nel 2017, invece, vi sono state il maggior numero di operazioni di sempre, pari a 37437 (rapporto KPMG su attività M&A). Gli accordi che hanno avuto un aumento più marcato riguardano le imprese di dimensioni molto elevate (megadeals, accordi con un valore di più di 1 miliardo di dollari americani). Tali accordi generano scambi di denaro molto importanti tanto che sono diventati la principale forza motrice dell'espansione di questo settore. Le ragioni di questo incremento sono molte; la crescita è sicuramente dovuta alla necessità di consolidare il core business, al valore elevato dei prezzi del petrolio (almeno fino al 2019), all'aumento della concorrenza sul mercato ecc.

Il valore molto elevato degli accordi è dovuto nella maggior parte dei casi agli enormi premi pagati dagli acquirenti, in parte spiegati con le aspettative di ottenere notevoli aumenti di reddito e dai risparmi sui costi operativi, dovuti alla creazione di possibili sinergie finanziarie e operative (Damodaran, 2005). Lo studio, eseguito da Dutordoir, rivela che, nel 54% di tutti gli accordi, il premio pagato supera le sinergie stimate (Dutordoir et al., 2010). Tale risultato è suffragato da molti altri studi, tra i quali quello di Ismail, che afferma che i pagamenti eccessivi portano alla distruzione del valore degli azionisti e le sinergie previste, derivanti dall'accordo, non spiegano la dimensione del premio pagato.

Questo elaborato si pone come obiettivo quello di andare a cercare altri fattori che potrebbero determinare il premio d'acquisizione e fare un confronto con i risultati ottenuti negli studi precedenti (alcuni anche molto datati e forse superati rispetto al mercato odierno). L'argomento principale della tesi verte sul premio d'acquisto nelle operazioni di M&A. Nella parte sperimentale della ricerca, dopo aver costruito un campione di imprese con determinate caratteristiche, si determina la relazione tra il premio offerto dall'acquirente e le caratteristiche delle aziende acquirenti, delle aziende target e dell'affare in generale. Con i risultati che si ottengono, si esegue un confronto con gli studi precedenti, per vedere se le determinanti che sono significative per questo studio, lo sono anche per gli studi precedenti.

Tutti i risultati ottenuti nell'elaborato sono da considerarsi all'interno del contesto di riferimento. Le conclusioni che ne derivano sono supportate dai risultati delle regressioni che si sono generate durante l'operato. La trattazione sarà strutturata come segue:

1. Il capitolo 1 esporrà i concetti introduttivi sulle operazioni di M&A, in modo da fornire al lettore una conoscenza adeguata degli argomenti che seguiranno nella discussione e del lessico specifico utilizzato. Sarà fornita per cui la definizione di M&A, le tipologie che tale operazione può assumere, la storia di tale fenomeno a livello mondiale e in ambito italiano.
2. Nel secondo capitolo si procederà con l'esposizione delle motivazioni che portano un'azienda ad acquistarne un'altra o a fondersi con un'altra, l'articolazione del processo di M&A, la definizione del premio di acquisizione ed infine una rassegna dei risultati degli studi eseguiti in precedenza sui premi di acquisizione e le sue determinanti.
3. Il terzo capitolo sarà dedicato alla presentazione della metodologia di ricerca applicata, il processo di selezione del campione e saranno presentate le statistiche descrittive del campione. Infine, si discuteranno i risultati dell'analisi econometrica e sarà eseguito un confronto tra i risultati ottenuti e quelli che gli studiosi di fama mondiale avevano riscontrato in precedenza.
4. La tesi si concluderà con una breve serie di conclusioni ed uno spunto per le analisi che si svolgeranno in futuro.

Le principali fonti di informazione per la tesi sono state: articoli accademici sull'argomento di M&A in generale, letteratura periodica (Journal of Finance, Il Sole e 24 ore, The Financial Times...), rapporti analitici di società finanziarie globali (rapporto KPMG). Oltre al database Refinitiv di Eikon, saranno utilizzati i rapporti pubblicati sulla Security Exchange Commission (SEC) e i rapporti disponibili sui siti web ufficiali delle società per la costruzione del campione che sarà utilizzato per generare le regressioni.

CAPITOLO 1: Introduzione al mondo delle operazioni di M&A

Che cosa sono le operazioni di M&A?

Le fusioni e acquisizioni, identificate comunemente come M&A, costituiscono operazioni finalizzate a ridisegnare la struttura dell'impresa, la forza lavoro e gli assetti organizzativi. In sintesi, tramite queste operazioni l'impresa può decidere di mettere in comune i propri "asset" con quelli di un'altra proprietà per fonderli in un'unica realtà aziendale (fusione), oppure può acquisire gli "asset" di un'impresa obbiettivo, anche nominata "target", in toto oppure anche solo in parte.

Tali operazioni sono solitamente molto rischiose e complesse e soltanto in alcuni casi raggiungono completamente gli obbiettivi fissati antecedentemente, come:

- migliorare la posizione competitiva aziendale;
- creare maggiore valore.

Malgrado le difficoltà che si possono riscontrare durante tali operazioni, sono degli strumenti molto importanti per la crescita di un'organizzazione quando le risorse finanziarie e manageriali sono carenti. In questi casi le operazioni di M&A svolgono il loro ruolo primario. Queste operazioni possono per cui essere definite come dei processi di crescita esterna, che si contraddistinguono dai processi interni per la tipologia di risorse utilizzate, mediante i quali l'impresa ottiene le capacità e le risorse necessarie per implementare una determinata strategia, acquisendo un'altra impresa già avviata. La scelta di crescita esterna od interna equivale ad una scelta di make or buy, laddove occorre avere ben chiari i vantaggi e gli svantaggi di cui le alternative sono portatrici. (Snichelotto, Pegoraro, 2009).

Premio di Acquisizione

Il premio di acquisizione, noto anche come takeover premium, è la differenza tra il prezzo pagato dalla società acquirente agli azionisti della società target e il valore di mercato ante fusione della società target. Nelle M&A, la società che viene acquisita è chiamata target, quella che acquisisce è chiamata acquirer (nel testo si utilizzeranno dei loro sinonimi come impresa obbiettivo, impresa acquirente, ecc.).

Premio di acquisto= $PA - VT$

Dove:

- PA = prezzo pagato per l'azienda target
- VT = valore pre-fusione dell'azienda target

L'acquirente è disposto a pagare tale premio poiché si aspetta che l'operazione di M&A generi delle sinergie, che possono essere di vari tipi. Tali sinergie sono il guadagno dell'acquirente, che, in generale, dovrebbero coprire il pagamento del premio. Le sinergie però non sono l'unico fattore determinante affinché il premio sia più o meno alto, vi sono anche motivazioni più strategiche, quali:

- Competizione durante la fase di contrattazione
- Affinità tra le due aziende
- Metodo di pagamento
- Creazione di un monopolio a livello settoriale
- Evitare di essere mangiati da un'altra azienda

Per concludere, generalmente è l'impresa target che riceve i maggiori guadagni dalle operazioni di M&A dato che spesso il premio pagato dall'acquirente è troppo elevato rispetto agli effetti positivi stimati precedentemente dall'operazione. Molti studi sono concordi nell'affermare che anche nel lungo periodo, in media, gli azionisti delle imprese acquirenti, dopo un'operazione di M&A, hanno dei rendimenti negativi.

Perché avvengono le operazioni di M&A?

Il paragrafo precedente ha permesso di capire che le operazioni di M&A non sempre siano vantaggiose per le aziende che acquistano, perché allora sono così presenti sul mercato mondiale?

La risposta a tale domanda non è univoca, le cause sono molteplici e molte di esse, a volte, non dipendono dalla volontà dei manager aziendali. Spesso tali operazioni avvengono per i cambiamenti economici:

- Cambiamenti tecnologici
- Globalizzazione dei mercati e cambiamenti nell'intensità della concorrenza
- Ambiente macroeconomico
- Cicli dei mercati finanziari
- Nascita di nuovi settori industriali o nuove regolamentazioni

La maggior parte delle volte, invece, avvengono perché creano valore per gli azionisti a causa di:

- Sinergie operative
- Aumenti di efficienza
- Sinergie finanziarie
- Miglioramento gestionale

Vi sono poi casi nei quali le operazioni di M&A sono svolte per:

- Ragioni di agenzia
- Spiegazioni comportamentali

L'approfondimento di tale argomento sarà svolto in un paragrafo del capitolo 2, che le spiegherà in modo approfondito ed esauriente.

Fusioni

La fusione d'azienda è un procedimento mediante il quale una o più società realizzano un unico e nuovo organismo sociale.

Dal punto di vista strettamente economico, la fusione attua un processo di concentrazione delle imprese, mentre dal punto di vista giuridico rappresenta il fenomeno attraverso il quale a una pluralità di società si sostituisce un organismo sociale nuovo.

Tale operazione è legata strettamente a finalità di crescita per l'impresa, in quanto le società che partecipano al processo di fusione vanno ad aumentare la forza commerciale e produttiva in loro possesso rispetto a quella delle singole società. In una fusione un fattore molto importante è la creazione di valore, tale termine significa far crescere i profitti oltre alla sommatoria dei ricavi che avrebbero ottenuto separatamente le due imprese. Fattori critici per l'efficacia di una fusione sono la pianificazione delle attività pre e post fusione, l'analisi dei costi legati al processo e l'analisi del processo, delle attività e dei ruoli interni alle organizzazioni impegnate nelle operazioni di fusione e l'analisi di tutti i fattori esterni che possono influenzare l'esito finale dell'operazione.

Il principale fattore di insuccesso di una fusione è la grande divergenza fra le culture aziendali che portano le imprese a non amalgamarsi in modo efficace, causando così il fallimento della fusione.

Il procedimento di fusione è molto complesso ed articolato. Si basa su una serie di step, tra i quali vi sono intervalli temporali ben definiti. Inizialmente si deve stipulare il progetto di fusione, in seguito tale progetto va depositato presso il registro delle imprese, accompagnato dalla relazione degli amministratori, degli esperti e da un documento riguardo la situazione patrimoniale di

fusione. A questo punto si redige un bilancio societario per ogni società coinvolta. Depositati tali documenti presso la sede sociale, gli amministratori proporranno ai soci le fusioni, e questi ultimi prenderanno una decisione, alla quale i creditori sociali potranno anche opporsi. Per ultimo verrà stipulato l'atto di fusione vero e proprio (d'Albora e Tartaglia, 2011).

Le tipologie principali di fusione sono due:

- Per **unione**, detta anche fusione in senso stretto, in cui le aziende partecipanti si estinguono e dalla loro sostanza patrimoniale sorge una nuova entità giuridica. Ai soci, che vedono annullarsi le proprie quote di partecipazione, sono assegnate le azioni/quote della nuova società. Un esempio italiano che contraddistingue questa operazione è la fusione tra Aem Milano e Asm Brescia del 2007, dando luogo all'azienda A2A. Le sinergie auspiccate raggiungono gli 80 milioni di euro. La nuova società ha sede a Brescia, è controllata con quote paritetiche dai due comuni che detengono il 27.5% ciascuno della newco per un totale del 55% a controllo pubblico cui va sommato il 2% del comune di Bergamo.
- Per **incorporazione**, in cui una società detta incorporante assorbe globalmente l'altra, detta incorporata, assumendone tutte le obbligazioni ed acquistandone tutti i diritti. In questo caso, l'incorporata si estingue, con conseguente assegnazione di azioni/quote ai suoi soci da parte dell'incorporante. Un esempio esplicativo di questo caso è la fusione tra Marchesini S.p.A. (incorporata) e Brembo S.p.A. (incorporante) avvenuta il 15 settembre del 2010. L'operazione è stata eseguita sulla base delle situazioni patrimoniali alla data del 30 giugno 2010, ricorrendo ai requisiti previsti dall'articolo 2501 c.c.. Gli effetti della fusione iniziarono a decorrere il primo gennaio del 2011. Tale progetto è scaturito dall'esigenza di procedere alla concentrazione in capo all'incorporante delle attività svolte in precedenza, in modo indipendente dalla società incorporata. In tal modo si è ottenuta una ottimizzazione della gestione delle risorse e dei flussi economico-finanziari derivanti dalle attività frazionate in capo alle due società.

Sotto casi delle precedenti sono:

- Fusione **anomale**: avviene nel caso in cui l'incorporante possiede il 100% dell'incorporata.
- Fusione **inversa**: avviene nel caso in cui è la controllata che incorpora la controllante. Emblema di questa tipologia di fusione è il caso Stellantis NV, dove le imprese FCA e PSA si sono fuse per incorporazione. In particolare, PSA è l'acquirente contabile, ma una volta approvata l'operazione, essa cessa di esistere perché incorporata in FCA, la quale continua

la sua attività come unica società superstite dall'aggregazione, subentrando e assumendosi tutti i diritti, gli obblighi e gli altri rapporti legali, nonché le attività e le passività di PSA.

- Fusione a seguito di acquisizioni con indebitamento (o leveraged buyout, **LBO**): avviene nel caso in cui una delle società abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra utilizzando il patrimonio dell'acquisita in garanzia. In Italia, nel 2003, l'impresa Olivetti si fonde con Telecom creando Olivetti-Telecom attraverso l'operazione di leveraged buyout più grande mai condotta in Europa e una delle più grandi al mondo per valore.
- Fusioni in cui non partecipano società con capitale rappresentato da azioni: si tratta di fusioni più semplici alle quali non partecipano Spa.

Acquisizioni

Le acquisizioni sono un fenomeno assai diffuso e capillare, che ha registrato un forte aumento, sia nei volumi, sia nel numero di operazioni, in quanto strettamente connesso al fattore dimensionale. Sono diverse dalle fusioni perché, in questo caso, ci si riferisce ad un processo di acquisto di un'altra impresa.

È il processo attraverso il quale una società acquista, dietro corrispettivo, in tutto o in parte, il capitale sociale di un'altra impresa, in modo da ottenere il controllo. Nell'acquisizione le strutture produttive e organizzative rimangono separate. L'acquisizione sarà quindi completa se l'acquirente ottiene l'intero capitale dell'altra azienda, sarà invece parziale se l'operazione riguarda soltanto una quota azionaria.

La via delle acquisizioni è la strada più breve e più rapida per una crescita dimensionale e per una crescita competitiva. Tramite l'acquisizione l'impresa ha rapidamente l'opportunità di moltiplicare patrimoni e fatturato e di accelerare il processo di creazione di valore. Nonostante l'efficacia di un'acquisizione, questo percorso deve essere al centro di un piano strategico, poiché realizzare un'acquisizione isolata, senza una strategia che vi stia dietro, non porterà alcun risultato. Per tale motivo, generalmente, un'acquisizione sarà seguita da un'altra e così via, con il fine ultimo di dar vita ad un processo di continua creazione di valore (D'Albora e Tartaglia, 2011).

Le acquisizioni possono spesso trasformarsi in un processo assai rischioso per l'organizzazione. Questo rischio accade quando la scelta di acquisire un'altra impresa può essere condizionata esclusivamente dal desiderio di crescere in termini dimensionali, senza prestare la giusta attenzione ai concreti effetti sinergici, oppure quando è mirata esclusivamente alla diversificazione del rischio, oppure ancora, quando si crede di approfittare di un'occasione unica, che però non si

rivela tale. Altro errore molto comune è quello di puntare unicamente sulle società più redditizie: queste, data la loro organizzazione molto sviluppata, saranno più difficili da migliorare, rendendo più complicato la creazione di valore aggiunto ulteriore, che porterebbe alla crescita dei flussi di cassa.

Il processo di acquisizione, come per le fusioni può essere rappresentato come un ciclo a più fasi. Inizialmente l'acquirente si deve affidare a dei professionisti che hanno il compito di provvedere alla due diligence dell'impresa committente. Successivamente si dovrà individuare la società target e iniziare a ricercare informazioni economiche, finanziarie ed operative. Dopo la fase di valutazione e di trattativa, ci sarà la progettazione dell'accordo, fino all'attuazione e alla gestione dell'accordo esteso.

Le tipologie di acquisizione sono:

- **Acquisizione tout court:** è un'operazione che si realizza frequentemente al di fuori del mercato borsistico e la modalità di pagamento prevalente è rappresentata da denaro in contante. Il pagamento può essere per cassa o prevedere differimenti. Tale forma di acquisizione è stata utilizzata dalla Ferrero International SA il 31 marzo 2019 per l'acquisizione del business statunitense "chocolate confectionery" di Nestlé SA. L'offerta di Ferrero ha prevalso su quella avanzata da Hershey Co, il primo produttore americano di dolci; il pagamento di 2.3 miliardi di euro ha consentito a Ferrero di diventare il terzo player dolciario degli Stati Uniti. Tale deal rientra nella strategia di crescita per linee esterne e diversificazione geografica messa in atto da Ferrero negli ultimi anni.
- **Leverage-by-out:** termine anglosassone che significa "acquisizione attraverso debito". È una particolare tecnica di ristrutturazione industriale e finanziaria, che è spesso finalizzata a favorire le acquisizioni aziendali. Promotori di tale tecnica di acquisto sono le società di Private Equity. Il leverage-by-out prevede la creazione di una società veicolo (newco) nella quale affluiscono le risorse finanziarie dell'offerente: equity ed indebitamento. Nella fase successiva la newco conferisce gli asset nella società target e quindi riceve partecipazioni della stessa, oppure, può procedere ad una fusione per incorporazione con la società target risultando in genere la società incorporata. Il debito per l'acquisizione è segnato nel bilancio della nuova società e verrà ripagato o con i flussi di cassa generati dalla società acquisita o vendendo rami dell'azienda o asset non strategici. L'alto indebitamento che presenta la newco obbliga i nuovi manager a dover gestire l'azienda in modo oculato senza sperperare denaro. Una condizione essenziale è che la società target sia caratterizzata da un basso grado di leva finanziaria e da un'alta capacità di produrre cash flow, proprio

perché la nuova società dovrà essere in grado di ripagare i debiti oggetto dell'acquisizione. Tecnica che si è affermata negli Stati Uniti negli anni '70 del secolo scorso, fino al 2003 in Italia non era consentito in base all'articolo 2358 del Codice civile, che proibiva di accordare prestiti o concedere finanziamenti per l'acquisto di azioni proprie. La riforma del diritto societario del 2003 ha permesso di superare i problemi di legittimità dell'acquisto di azioni proprie. Gli amministratori delle società interessate all'operazione dovranno predisporre un piano economico e finanziario, supportato da una relazione di esperti che ne attesti la ragionevolezza, nel quale devono essere indicate le fonti delle risorse finanziarie e devono essere descritti gli obiettivi che si intendono raggiungere. Nel 2016, negli Stati Uniti l'holding JAB, società privata operante nel settore sanitario, del caffè e dei beni di lusso, decide di acquisire Krispy Kreme Doughnuts Inc. affidandosi anche ad un prestito per pagare l'ammontare finale di 1.5 miliardi di dollari. In particolare, fu stipulato un prestito di 350 milioni di dollari e una linea di credito rotativo di 150 milioni di dollari attraverso la banca d'investimento Barclays. L'operazione non ebbe molto successo poiché anche l'azienda acquisita possedeva un debito bancario consistente che mise in difficoltà la Holding nel ripagare il debito totale accumulatosi.

- **Offerta pubblica di acquisto (OPA):** s'intende un'offerta finalizzata all'acquisto di azioni. È divisibile in due tipologie; volontaria, quando l'iniziativa proviene esclusivamente dall'offerente oppure obbligatoria, quando è imposto dal legislatore acquisire l'intera quantità delle azioni. A loro volta, queste possono catalogarsi come OPA consensuale, quando il consiglio di amministrazione della società oggetto di scalata si pronuncia favorevolmente all'offerta stessa, od ostile, quando il Cda della società oggetto della scalata si pronuncia contrario all'offerta stessa. L'OPA non è dunque un'operazione di acquisto vera e propria, bensì è un'offerta, dato che il management potrà aderirvi o meno. Recentemente, a livello italiano, un esempio di OPA volontaria è stata quella tra Compagnie Financière Richemont SA (gruppo svizzero di beni di lusso) e YOOX Net-A-Porter Group SpA (azienda leader mondiale nel luxury fashion e-commerce) del 20 giugno 2018. Il Gruppo svizzero deteneva già una quota di YNAP, attraverso l'offerta pubblica voleva acquisire l'intero controllo della società. Dopo l'approvazione dell'amministratore delegato, della Consob e di altre entità competenti europee, i titoli di YNAP sono stati ufficialmente delistati dal Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa italiana.

L'OPA ostile è un'operazione di acquisizione di quote di partecipazione di controllo realizzata in borsa, che si esegue lanciando al mercato un'offerta pubblica ad un prezzo,

generalmente superiore del 20% a quello di mercato. Il carattere aggressivo dell'operazione è confermato dal fatto che l'acquirente non richiede il preventivo consenso del soggetto che detiene il controllo dell'impresa oggetto di acquisizione. Esempio molto discusso per il suo esito finale è quello avvenuto tra l'impresa italiana Mediaset Premium e l'impresa francese Vivendi. Quest'ultima, dopo aver tentato di acquisire azioni Mediaset in modo "amichevole", lancia un'OPA ostile nei confronti dell'azienda italiana per sottrarne il controllo a Fininvest, che in precedenza non aveva voluto vendere.

Una particolare fattispecie di offerta pubblica di acquisto è l'offerta pubblica di scambio (OPSC) che è caratterizzata per il fatto che il pagamento dei titoli avviene mediante altri strumenti finanziari. Un esempio recente di questa fattispecie è quello avvenuto tra Intesa Sanpaolo e UBI Banca nel 2020; la proposta lanciata da Carlo Messina, CEO di Intesa Sanpaolo, agli azionisti di UBI è quella di cedere la loro partecipazione nella Banca e ricevere in cambio azioni o quote di Intesa, a sua volta quotata in Borsa. Nello specifico, 17 azioni di Intesa sono state scambiate per 10 titoli di UBI, l'importo totale scambiato è stato di 4.9 miliardi di euro rivolto ad UBI Banca.

Tipologie di M&A

Vi sono diverse tipologie di M&A:

- **correlata**, quando in un'operazione di M&A sono coinvolte due o più imprese che operano nelle medesime aree di business;
- **orizzontale**, se la fusione o l'acquisizione di un'impresa è nello stesso settore o nello stesso mercato;
- **verticale**, quando l'operazione di acquisto o di fusione è eseguita ad un livello differente dalla medesima filiera produttiva, o che produce prodotti complementari;
- **conglomerata**, ha come protagoniste due organizzazioni che operano in differenti business o aree strategiche di affari.

Una fusione che si realizza tra società che hanno la medesima attività sono dette fusioni orizzontali (es. fusione nel mondo automobili tra PSA e FCA dell'anno scorso). È la tipologia di fusione che avviene con più frequenza, in quanto permette la crescita dimensionale, l'aumento della quota di mercato e l'aumento del potere d'influenza sul mercato. Dato che le due imprese che si fondono

provengono dallo stesso settore, permette lo sfruttamento di sinergie e un importante risparmio sui costi dovuti alla loro condivisione.

Le fusioni verticali, invece, hanno luogo quando l'impresa fornitrice (o una società distributrice) si fonde con l'impresa che è rispettivamente allo step successivo o precedente della filiera economico-produttiva. Tale tipo di fusione permette l'integrazione della filiera produttiva, che consente di fornire al mercato un'offerta migliore e di guadagnare sui costi di produzione o di trasporto. Non acconsente l'aumento della clientela ma aiuta ad ingrandire la dimensione aziendale e a rendere possibile l'utilizzo di economie di scala. L'esempio più famoso di questo tipo di fusione è sicuramente quello che lega AT&T con Time Warner, affare avvenuto nel 2016 per un valore di 85 miliardi di dollari. AT&T è la più grande azienda di comunicazione al mondo, invece, Time Warner è una grande azienda di media ed intrattenimento (controllava marchi famosi quali HBO, CNN, TNT, ecc.). Con la fusione AT&T aumenta la dimensione aziendale e facilita lo sviluppo interno di prodotti di intrattenimento.

Il processo in cui si fondono due o più imprese con attività in settori completamente diversi è definito fusione conglomerale. In questo caso nascono delle nuove società definite multi-business, caratterizzate da un'elevata diversificazione conglomerale rispetto ad una diversificazione concentrata sul modello "core business", dove si cerca di diversificare in settori più correlati. Con tale tipo di fusione si ottiene una grande crescita dimensionale, caratterizzata da più unità produttive, maggior numero di dipendenti e più fatturato, ma il fine ultimo di questa operazione è la diversificazione degli investimenti di capitale. L'operazione più famosa di tale genere è sicuramente quella tra Walt Disney e American Broadcasting Company (ABC). Disney nel 1995 decide di incorporare ABC, in tal modo guadagna l'ingresso nel regno televisivo nazionale di ABC ma anche la vasta copertura sportiva di ESPN. È considerata conglomerale perché ha aperto nuove opzioni di distribuzione e contenuti per la Disney.

Un'ulteriore tipologia di fusione è la cosiddetta fusione mascherata, dove vi sono effettivamente un compratore e un venditore che scelgono congiuntamente di attuare un'operazione di fusione, anziché un'acquisizione, a seguito della quale la parte alienante sarà liquidata.

Concludendo, le fusioni sono vantaggiose quando le efficienze di costo sono significative, ma in termini di profitti rimane comunque un ampio vantaggio per quelle imprese che sono sopravvissute al di fuori della fusione (paradosso delle fusioni o di Cournot, vedi appendice 1).

Come per le fusioni anche le acquisizioni si possono suddividere per ruoli funzionali nel mercato. Quando un'acquisizione riguarda un'organizzazione operante nello stesso settore/mercato, essa è

definita acquisizione orizzontale (esempio di tale operazione è l'acquisizione di Pixar Studios da parte di Walt Disney); tale operazione porta ad un aumento del tasso di concentrazione del mercato, e di conseguenza avviene una diminuzione della concorrenza nel settore. L'effetto di un'acquisizione orizzontale è quello di aumentare la quota di mercato dell'impresa acquirente (buyer) dal momento che essa assorbirà la quota dell'impresa acquisita (seller). È la tipologia di acquisizione più comune poiché si ritiene che due imprese che operano nello stesso settore siano più facili da far coesistere piuttosto che due aziende che lavorano in due ambiti completamente diversi

L'acquisizione di un'impresa che opera ad un livello diverso della filiera economico-produttiva è definita come un'acquisizione verticale e produce prodotti complementari. Tale operazione consiste nell'acquisto di un proprio fornitore, a monte, o di un proprio cliente, a valle; questa strategia è stata adottata in modo costante dall'azienda giapponese Sony per poter controllare totalmente la produzione dei suoi prodotti, medesima operazione è compiuta da Google, che nel 2005 acquista Android (sistema operativo per dispositivi mobili). Le acquisizioni verticali permettono a colui che compera di avere un maggior grado di controllo su alcune delle variabili e degli elementi presenti nella filiera produttiva, di internalizzare le esternalità, di ridurre gli sprechi ed i rischi e di aumentare il potere di mercato. Rispetto a quella orizzontale, quella verticale è un'operazione meno diffusa, in quanto la sua realizzazione comporta maggiori difficoltà.

Si utilizza il termine acquisizione conglomerale invece, per indicare l'unione tra due imprese con un portafoglio di attività non direttamente correlato; si tratta di una sorta di fusione tra imprese non provenienti dallo stesso settore. Attraverso questa operazione, l'impresa acquirente si trova nella condizione di poter diversificare sia la produzione, sia il mercato. La mancanza di esperienza e familiarità dell'acquirente, il differente portafoglio di attività dell'impresa acquisita, rende questa operazione più rischiosa e per tale motivo anche meno diffusa. Nonostante alcune difficoltà questa tipologia di acquisizione è molto utilizzata da alcune multinazionali americane "conglomerate" come la United Technologies Corporation (UTC) oppure la Berkshire Hathaway di Warren Buffet. Nel 2015 Warren Buffet decide di acquisire l'azienda Precision Castparts per un valore di 37 miliardi di dollari, questa impresa produce componenti per l'industria aerospaziale, settore non ancora presente nel portafoglio del magnate americano.

Un'ultima tipologia di acquisizione è anche soprannominata, come abbiamo visto in precedenza, scalata ostile. Detta anche take over, è attuata da soggetti esterni all'impresa, che raccolgono sul mercato quote rilevanti di azioni sottovalutate, fino a detenere la maggioranza relativa delle stesse, a scapito del gruppo proprietario precedente, contrario all'acquisizione da parte di questi soggetti

esterni. Tra un'acquisizione ostile e una amichevole, la differenza più marcata sta nella differenza di prezzo. Nelle acquisizioni amichevoli, il prezzo rappresenta l'estrema sintesi del processo di negoziazione: tutte le difficoltà e le divergenze ricadono nel prezzo finale. Nel caso di un'acquisizione ostile, invece, il prezzo è determinato dal mercato. (Vulpiani, 2014).

Si può ulteriormente suddividere le M&A sulla base della dimensione dell'attivo delle società partecipanti alle fusioni. Si parla di "large M&A" o "Megadeal" di fronte ad un'operazione di fusione o di acquisizione in cui partecipi almeno un soggetto che abbia un valore dell'attivo superiore ad un miliardo di euro. Si contrappone a tale definizione quella delle "small M&A" che riguardano quelle operazioni di fusioni ed acquisizioni caratterizzate da soggetti che hanno tutti un valore complessivo delle voci dell'attivo inferiori al miliardo di euro.

Un'ulteriore suddivisione può essere svolta in base al paese d'appartenenza delle società coinvolte nelle operazioni. Le M&A tradizionali e i conglomerati domestici sono delle operazioni di fusione e acquisizione tra società operanti nello stesso settore e provenienti dallo stesso paese d'origine. A questa tipologia si contrappone quella delle operazioni cross border, che avvengono in paesi diversi da quello dell'impresa target (esempio: Ferrero acquisisce Kellogg Company, la quale possiede un portafoglio di marchi molto noti negli Stati Uniti nella categoria dei biscotti. Transazione di circa 1.16 miliardi di dollari per proseguire la strategia di crescita per linee esterne e diversificazione geografica messa in atto da Ferrero negli ultimi anni).

Breve cronistoria delle ondate di M&A

L'attività nelle operazioni di M&A ha mostrato un andamento piuttosto irregolare: a periodi di relativa inattività, si frappongono periodi di boom nel numero di operazioni intraprese. Quando nel gergo economico si parla di M&A waves, la letteratura è solita a distinguere tra cinque/sei ondate di fusioni ed acquisizioni. La durata, così come i fattori scatenanti, di un'ondata tendono ad essere specifici per ogni periodo, mentre la fine è storicamente dovuta o a guerre imminenti o all'inizio di una fase recessiva del ciclo economico. Inoltre, in letteratura, la prima e la seconda ondata sono studiate solo in riferimento agli Stati Uniti, mentre le successive ondate si denotano per una maggiore dispersione geografica. Soprattutto riguardo la quinta ondata, dove oltre agli Stati Uniti, a Gran Bretagna ed Europa continentale, anche l'Asia ha dimostrato una crescente attività nell'ambito dell'M&A. Nonostante ciò, non esiste una teoria universalmente accettata riguardo le varie ondate susseguitesì nel tempo, seppur si riscontri la presenza di fattori specifici

d'impresa che la innescano, con industrie differenti che incrementano la loro attività nel settore in specifici periodi e a seconda dell'appartenenza (vedi figura 1).

- Prima ondata: dal 1893 al 1904 circa

È stata caratterizzata per lo più da fusioni orizzontali. Avviene dopo un periodo di espansione economica e la peculiarità di maggiore rilievo è ascrivibile al consolidamento simultaneo delle varie manifatture all'interno di una singola industria. Questo consolidamento contribuisce alla nascita dei primi giganti nel settore della distribuzione del gas, dell'estrazione mineraria e dell'acciaio. Si formano importanti monopoli grazie ad un consolidamento orizzontale che permette una crescente capitalizzazione delle imprese più solide nonché l'accrescimento in termini di profitti e margini operativi. È stata promulgata nel 1890 lo Sherman Antitrust act al preciso scopo di contrastare cartelli e monopoli (si rivelò inefficace nel contrasto diretto ai monopoli). Questa prima ondata è anche contraddistinta dalla realizzazione di accordi per la maggior parte amichevoli, friendly deals, abbinata alla prevalenza di acquisizioni realizzate per mezzo di denaro (cash financing).

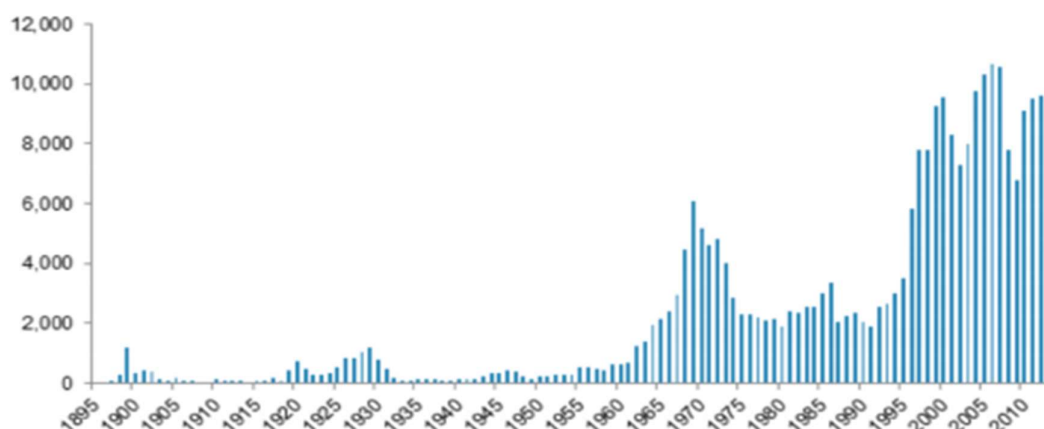


Figura 1: Numero di operazioni di M&A, fonte: Gaughan (1999), Nelson, Historical Statistics of the U.S.- Colonial Times to 1970, Mergestat Review

- Seconda ondata: dal 1916 al 1929

La seconda ondata si apre nel primo dopoguerra ed è contraddistinta da fusioni ed acquisizioni di tipo verticale e di consolidamento di operazioni intraprese in precedenza. I

settori maggiormente influenzati sono l'alimentare, quello della produzione della carta e quello riguardante la filiera della produzione del ferro. Rispetto alla prima, questa ondata è più contenuta, laddove la prima vede interessati alle operazioni di M&A più del 15% dei total assets del mercato statunitense, la seconda non raggiunge la soglia del 10%.

Altra differenza riguarda la crescente formazione di oligopoli; a fine ondata i vari settori industriali non sono più dominati da una sola grande azienda, al contrario sono due o più le imprese a dominare il settore. Le piccole imprese che sopravvivono alla prima ondata, in questa wave hanno un ruolo molto importante e dinamico.

Come per l'ondata precedente, si attuano perlopiù accordi amichevoli; cambiano invece le modalità di finanziamento delle operazioni, si utilizza maggiormente l'equity.

La fine di tale ondata ha luogo con la crisi finanziaria del 1929, la quale causa una grave stagnazione e mette in risalto i limiti e i rischi gestionali insiti nei crescenti mercati finanziari.

- Terza ondata: dal 1955 al 1975

Dopo la seconda ondata, gravi accadimenti quali la Grande Depressione del '29 e la Seconda Guerra Mondiale, si genera un periodo di quiescenza, dove l'attività di M&A è ridotta al minimo fino alla grande crescita degli anni '60 che fu a livello mondiale. È stato proprio il boom economico degli anni Sessanta a dare il via alla terza "merger wave".

La nuova ondata s'inaugura con l'introduzione di ulteriori restrizioni alle aggregazioni aziendali, con lo scopo prevalente di prevenire acquisizioni e/o fusioni anti-competitive. Tali regole fanno sì che si generi una tendenza allo sviluppo di imprese conglomerate, non sempre correlate. La diversificazione può dunque diventare un importante fattore per diminuire la volatilità dei cash flow, tramite la riduzione dell'esposizione diretta ai rischi specifici d'industria. Il conglomerato sarà meno vulnerabile agli shocks del mercato, poiché in grado di generare ricavi in comparti differenti e permettendo, solamente in pochi fortunati casi, di compensare le perdite di un settore in difficoltà con i ricavi di un settore in espansione.

Il processo di diversificazione può implicare cambiamenti nella struttura del mercato: nel medio termine le strategie aziendali sarebbero in grado di modellare e riformulare la struttura e i principali drivers del mercato. Tutto ciò porta ad un aumento delle imprese attive in businesses non correlati con l'attività core specifica dell'azienda. Si attuano in prevalenza accordi amichevoli basati sul pagamento attraverso l'equity. Tale ondata termina a causa di una crisi economica dovuta alla perdita di valore del barile di petrolio.

- Quarta ondata: dal 1984 al 1989

Il periodo di tempo, in cui avviene questa ondata, ha caratteristiche divergenti rispetto a quelle precedenti: le offerte di acquisto, dette anche bids, sono tendenzialmente ostili, ovvero non possono contare sull'appoggio o sull'approvazione, del management dell'impresa target; le imprese obbiettivo, rispetto ai periodi precedenti, hanno dimensioni maggiori (in alcuni casi l'impresa bidder può avere anche dimensioni minori per quanto riguarda i total assets). Inoltre, i pagamenti sono in contanti raccogliendo il denaro necessario aprendo dei debiti con le banche piuttosto che con l'equity aziendale, per tale motivo sono state anche definite nei paesi anglosassoni "debt and cash financing".

Le aziende acquisite, dopo un periodo di adattamento al nuovo management e alle regole dell'impresa bidder, sono smembrate per mantenere solo i reparti più produttivi; i disinvestimenti raggiungono picchi compresi tra il 20 e il 40%. Tale procedimento mira all'ottimizzazione della nuova azienda in modo da poterla in futuro vendere e creare dei grandi guadagni.

Le operazioni di M&A di questa ondata sono state anche favorite dall'autorità Antitrust (spinta liberista) e dalla forte deregolamentazione delle banche commerciali. Si pongono anche le basi per eliminare le inefficienze derivanti dall'opzione conglomerale dell'ondata precedente. Numerosi studi mostrano come, negli anni Ottanta, un'offerta diretta ad un competitor della stessa industria, abbia una correlazione positiva con il ritorno percepito dagli shareholders della bidder (Shleifer and Vishny, 1991).

Dopo il 1989, soprattutto a causa di un'altra crisi del mercato azionario, il volume e l'intensità delle operazioni di M&A vanno scemando, portando al termine la spinta della quarta ondata.

- Quinta ondata: dal 1992 al 2000

Con l'avvio degli anni '90, una nuova prosperità economica invade il mercato finanziario, favorita da un processo di globalizzazione che pervade e condiziona sempre più la moderna attività economica. Le attività di M&A prendono piede anche nell'Europa continentale, laddove si raggiungono le soglie quantitative e il dinamismo sperimentati nel mercato statunitense.

La globalizzazione dei mercati favorisce l'aumento numerico degli accordi cross-border (transazione che implica l'acquisto o la vendita di un bene in mercati non domestici): le aziende, per non perdere mercato e sfruttare la crescita globale, ricercano al di fuori dei

confini domestici imprese target, alle quali proporre acquisizioni e/o fusioni. Per tali ragioni hanno luogo in questo periodo accordi di dimensioni elevate, che generalmente sono chiamate “mega deals”, impensabili nei periodi precedenti. Come titolo di esempio si richiamano i casi di Citibank e Travelers, Chrysler e Daimler-Benz ed Exxon e Mobil.

L’atmosfera che si era creata negli anni ’90 fa sì che l’ICT (information and communication technology) e l’innovazione tecnologica ebbero una forte espansione. Si assiste anche ad una nuova focalizzazione delle competenze corporate al fine di acquisire un vantaggio competitivo, perseguibile mediante un uso migliore delle risorse e delle capacità a disposizione.

La natura delle fusioni ed acquisizioni è prevalentemente amichevole (friendly takeovers), mentre la fonte per realizzare tali operazioni è l’equity.

L’ondata di M&A si esaurisce a causa dello scoppio della bolla delle dot.com che porta ad un’importante recessione.

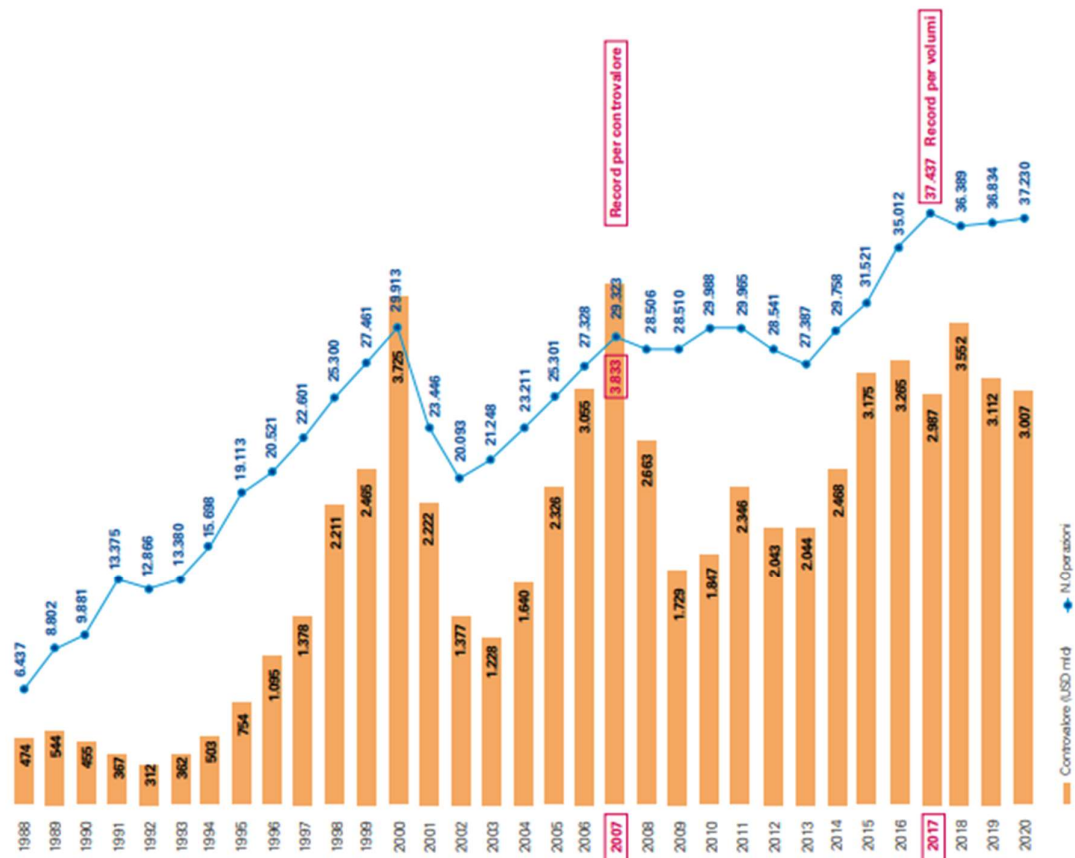


Figura 2: numero di operazioni e controvalore in milioni di dollari delle operazioni di M&A a livello mondiale. Fonte: Rapporto M&A di KPMG.

Con dot.com si definiscono tutte quelle società di servizi che sviluppano la maggior parte dal proprio business per via telematica, cioè attraverso un sito web e internet. Le dot.com hanno avuto origine nel corso della fase economica soprannominata new economy; espressione che sottolinea il passaggio da un'economia legata al settore manifatturiero e all'industria pesante ad un'economia legata a tecnologie sempre più avanzate.

Come la maggior parte delle bolle speculative, anche questa è caratterizzata dalle seguenti fasi:

1. Estrema fiducia da parte degli investitori nelle potenzialità di un prodotto/azienda
2. Crescita rapida del prezzo del prodotto
3. Diminuzione delle aspettative di importanti guadagni
4. Elevati flussi di vendite
5. Crollo finale del prezzo del prodotto.

- Sesta ondata: dal 2004 al 2009

Dopo la tendenza negativa verificatasi fra il 2000 e il 2003 ed in risposta ai tragici eventi dell'11 settembre, la Federal Reserve e altre grandi banche centrali, abbassarono i tassi di interesse, concorrendo alla formazione di una bolla speculativa di portata internazionale, in particolare nel settore immobiliare.

Fu il periodo in cui si concentrarono operazioni di leverage buyout (LBO) e di private equity, che resero sempre più comune il ricorso al debito come mezzo di acquisto, per lo meno fino al 2007, quando si esplicitò la crisi dei mutui subprime e la disponibilità finanziaria finì, con ripercussioni sull'intero sistema economico mondiale, segnando, circa un anno dopo, la fine della sesta merger wave. Durante questi anni il mercato statunitense fu indiscutibilmente il più attivo in termini di acquisizioni e fusioni: quasi un quinto delle operazioni di M&A cross-border verso paesi emergenti venne realizzato da imprese americane. Anche in Europa e in Asia il numero di tali accordi crebbe notevolmente, coinvolgendo diversi settori quali l'energetico, il finanziario, il farmaceutico, l'high tech e le telecomunicazioni.

Dopo il fallimento della banca d'investimento Lehman Brothers, si è generato sul mercato un panico dilagante che ha messo in crisi tutti i settori. Si sono interrotte e rallentate varie attività su molti comparti del mercato finanziario statunitense, seguito dopo poco tempo

dall'Europa occidentale, causando un rallentamento significativo dei processi di M&A fra le imprese.

- Settima ondata?: dal 2014 al 2019

Dopo la crisi finanziaria del 2009 e il crollo delle operazioni di M&A, dal 2014 i dati globali delle acquisizioni e fusioni sono nuovamente in aumento. La ripresa è partita, come spesso accade, dal mercato statunitense, con quasi 10 mila operazioni nel 2014, che sono continuate ad aumentare negli anni successivi. L'Europa, che è stata fino alla sesta ondata, il secondo continente con il maggiore numero di operazioni di M&A, è stata sopravanzata dall'aumento di deals del continente Asiatico, con la Cina che fa da padrona.

Questa ondata è caratterizzata da un aumento consistente del numero di acquisizioni e fusioni cross-border in tutti i paesi. I settori maggiormente coinvolti nelle operazioni di M&A sono il settore farmaceutico, l'high tech, le telecomunicazioni e il settore finanziario (maggior % di crescita nel numero di operazioni).

Il Covid-19 ha spinto l'intera economia mondiale in una crisi senza precedenti e le misure di distanziamento sociale, adottate per rallentarne la diffusione, l'hanno portata in una forte recessione. La pandemia è stata la catalizzatrice principale sia del crollo del mercato M&A in primavera, sia della sua ripresa in autunno e all'inizio del 2021. Sebbene abbia generato elevate criticità su numerosi accordi già sottoscritti, in via di finalizzazione o in fase di discussione, una volta assorbito il forte trauma iniziale, è emersa una rinnovata capacità di concludere fusioni ed acquisizioni. Infatti, il 2020 si è concluso all'insegna della resilienza, nonostante i dati che erano scaturiti durante la prima metà dell'anno.

Oltre la crisi Covid, da un punto di vista geopolitico e macroeconomico, il contesto globale resta caratterizzato da un'elevata incertezza: con l'insediamento di Biden alla Presidenza statunitense, la posizione della nuova Amministrazione americana verso la Cina e la Russia deve trovare un assetto stabile, così come quella tra Europa e Regno Unito, post Brexit; le prime spinte inflazionistiche potranno portare ad un cambio nelle politiche monetarie e ad una ripresa dei tassi di interesse, con prevedibili impatti sulle quotazioni di Borsa e le decisioni di investimento.

Nonostante le incerte prospettive economiche ed il perdurare di misure restrittive imposte dai governi di diversi paesi per contenere la seconda e la terza ondata pandemica, la campagna vaccinale in corso in tutto il mondo, la domanda di crescita, l'abbondanza di risorse finanziarie, i

bassi tassi di interesse ed un rinnovato clima di fiducia a livello di vertici aziendali, inducono a ritenere che il 2021 possa essere un anno significativo per l'attività M&A. La positiva inversione di tendenza già avviata nella seconda metà del 2020 dovrebbe pertanto proseguire, sebbene il cammino verso una completa ripresa sia tutt'altro che agevole. (rapporto KPMG M&A 2014-2020)

Nella pagina seguente è stata posta una tabella (tabella 1) riassuntiva delle ondate di M&A della storia.

	Ondata n°1	Ondata n°2	Ondata n°3	Ondata n°4	Ondata n°5	Ondata n°6
Periodo	1893-1904	1916-1929	1955-1975	1984-1989	1992-2000	2004-2009
Mezzo di pagamento	Cassa	Cassa/Equity	Equity	Cassa/Debito	Equity	Debito
Risultato M&A	Creazione di monopoli	Creazione di oligopoli	Diversificazione / Conglomerati	Acquisizioni fallimentari	Globalizzazione	Globalizzazione
Natura predominante dell'ondata	Amichevole	Amichevole	Amichevole	Ostile	Amichevole	Ostile
Inizio dell'ondata	Espansione economica: nuove leggi sulle incorporazioni; innovazione tecnologica	Ripresa economica: migliore applicazione della normativa antitrust	Rafforzamento delle leggi su M&A anticoncorrenziale; ripresa dell'economia dopo la WW2	Deregolamentazione del settore finanziario; ripresa economica	Forte crescita economica; deregolamentazione e privatizzazione	Bolla finanziaria causata dai bassi tassi di interesse bancari
Fine dell'ondata	Crollo del mercato; scoppio della WW1	La grande depressione	Crollo della borsa dovuta alla crisi del mercato del petrolio	Crollo della borsa	Scoppio della bolla di Internet; attacco dell'11/09	Grande crisi finanziaria sistemica; fallimento della Lehman Brothers

Tabella 1: tabella riassuntiva delle ondate di M&A

Focus sul mercato M&A in Italia

In base ai dati statistici forniti dall'azienda KPMG, tra il 1988 e il 2020 sono state effettuate in Italia 19.368 operazioni M&A, generando un valore complessivo di circa 1,75 Miliardi di euro. Durante questo trentennio, il mercato M&A italiano è stato influenzato da molteplici variabili, che ne hanno condizionato il suo sviluppo storico: il crescente grado di integrazione e di apertura della nostra economia verso l'estero, i diversi cicli economici nazionali ed internazionali, il processo di nascita e sviluppo di differenti player attivi nello scenario economico-finanziario italiano (quali aziende, banche finanziatrici, imprenditori o consulenti).

Lo sviluppo storico del mercato M&A in Italia si può suddividere in tre grandi periodi:

1. Il decennio che va dal 1988 al 1998, legato all'avvio del periodo delle privatizzazioni delle grandi imprese e al contestuale sviluppo dei cosiddetti "middle market", i quali hanno determinato anche la nascita dei primi fondi di private equity
2. Il secondo periodo va dal 1999 fino al 2010, ed è caratterizzato da molteplici fattori, soprattutto di carattere internazionale, quali: l'entrata dell'Italia nell'UE prima e nell'area euro poi; i molteplici processi di globalizzazione economica, i quali hanno contribuito allo sviluppo di operazioni cross-border; e, infine, l'avvento della Grande Recessione avvenuta nel 2008.
3. Il terzo periodo va dal 2010 al 2020, è legato alla difficile ripresa economica dopo la grande crisi sistemica del 2008 e la ricaduta europea del biennio 2011-2012, le difficoltà legate all'uscita della Gran Bretagna dall'UE e dalle elezioni di Biden come presidente degli Stati Uniti. Vi è in tale periodo l'espansione delle operazioni cross-border, che in Italia fanno la voce grossa grazie alle capacità tecniche delle imprese.

Dalla figura 3, osservando i valori complessivi annui del mercato M&A in Italia generati tra il 1988 e il 2020, si può arrivare alla conclusione che, a fronte di un numero di transazioni complessivamente stabili, i rispettivi controvalori crescono in misura considerevole verso la fine degli anni '90 in poi, registrando un vero e proprio salto di dimensione.

Nel corso del trentennio considerato, è possibile analizzare alcune grandi fasi di riferimento che si allineano all'andamento delle ondate sopra descritte:

- Dopo l'elevata crescita economica che si verificò alla fine degli anni '80, il numero delle operazioni di M&A salì nel 1990 a 920 operazioni, ma a causa della forte instabilità politica e la crisi valutaria, il mercato delle fusioni ed acquisizioni ebbe un forte crollo che perdurò per alcuni anni. L'aggravarsi della situazione istituzionale e macroeconomica del paese determina una perdita di attrattività da parte degli investitori stranieri, i quali preferiscono avviare transazioni con società di altri Paesi europei, piuttosto che in Italia.
- A partire dal 1994 l'Italia attraversa un periodo favorevole di ripresa del mercato, grazie ad una serie di fattori strutturali quali:
 - la svalutazione della lira con la conseguenza di una ripresa degli investimenti esteri in Italia;
 - l'inizio del processo di privatizzazione, il quale porta per la prima volta sul mercato azionario colossi come Enel, Eni e Credito Italiano;

- l'aumento del numero di imprese che si quotano in borsa che generano in questo modo lo sviluppo di un mercato borsistico che fino ad allora non era competitivo rispetto agli altri paesi europei.

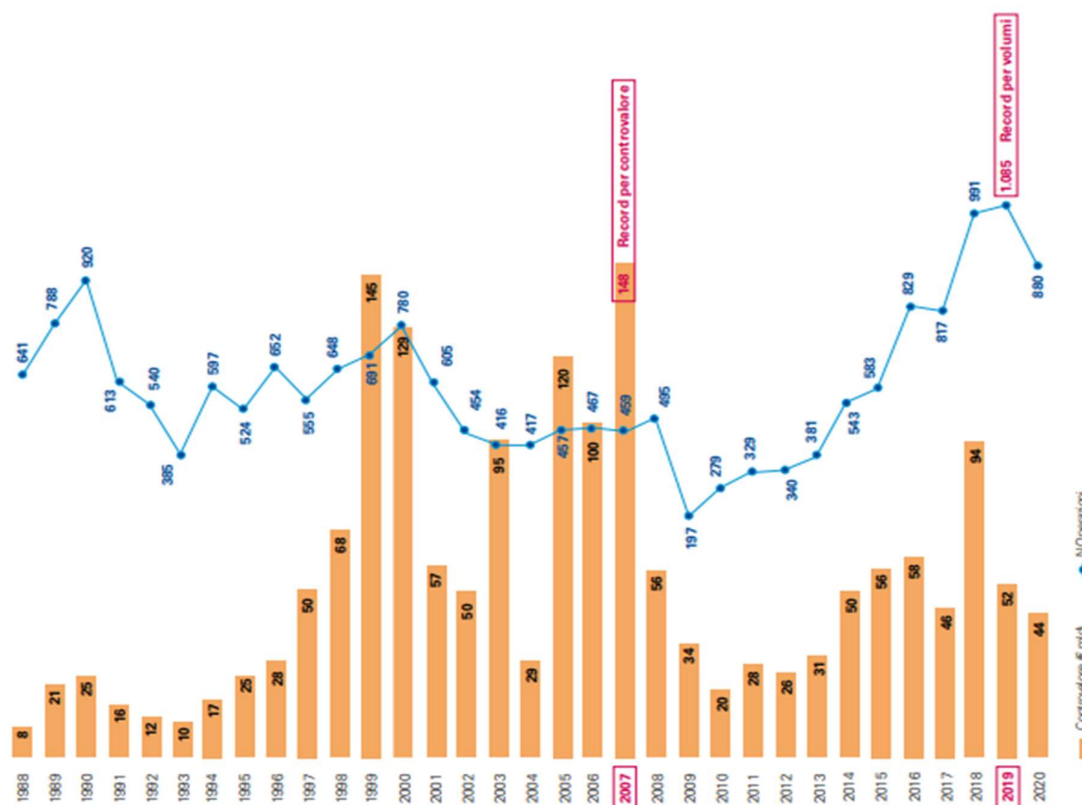


Figura 3: numero di operazioni e controvalore in euro delle operazioni di M&A dal 1988 al 2020 in Italia. Fonte: Rapporto M&A KPMG.

- L'adesione all'euro datata 1999, questo avvenimento porta ad un cambiamento radicale della politica economica italiana. Il rispetto dei criteri richiesti dal Trattato di Maastricht assicura stabilità ed efficienza al Paese, favorendo l'ingresso di capitali esteri in Italia e migliorando il funzionamento dei mercati finanziari, accelerando il processo di internazionalizzazione.

Riassumendo, la ripresa economica italiana degli anni '90, il clima di maggior stabilità politica e il miglioramento delle condizioni macroeconomiche (attraverso la riduzione dei tassi d'interesse e dell'inflazione), producono benefici soprattutto sull'attrazione degli investitori esteri in Italia: è proprio in questo decennio, infatti, che si finalizzano alcune importanti transazioni da parte dei fondi di private equity inglesi e statunitensi.

- Il primo decennio degli anni 2000 vede un'inversione di marcia nel mercato M&A italiano: il paese è sempre più influenzato dai nuovi equilibri geopolitici internazionali, dai fenomeni globali e dalle sue variabili macroeconomiche. Questi eventi creano un ciclo discendente delle fusioni ed acquisizioni a livello sia globale che nazionale, fino alla fine del 2004.
- Il triennio che va dal 2005 al 2007, invece, vede la ripresa di una tendenza positiva del mercato M&A italiano grazie alla rinnovata fiducia delle aziende italiane e dall'assorbimento degli eventi macroeconomici internazionali da parte delle grandi imprese. Le società, infatti, si riorganizzano per rispondere alle nuove sfide imposte dagli scenari competitivi internazionali, riprendendo con convinzione a fare investimenti all'estero e portando a compimento oltre 300 acquisizioni estere in soli 4 anni.
- Con l'avvento della "Grande Recessione", la tendenza del mercato italiano delle M&A riflette totalmente lo scoppio della grande crisi. Tra il 2008 e il 2010 vi è un notevole crollo delle operazioni cross-border e le aziende più grandi entrano in una fase di difesa. Gli eventi legati alla crisi, come il crollo dei crediti subprime e il cosiddetto "credit crunch", provocano una fase di stallo delle attività di M&A. Il controvalore di tali operazioni, nel 2010 è crollato, come si vede nella figura 3, a 20 mld di euro, valore che porta il mercato a più di 10 anni prima.
- Il secondo decennio del 2000 inizia con le difficoltà del post crisi, nonostante la piccola crescita riscontrata nel 2010, nel 2011 in Italia si ricade in un anno negativo. Da tale data, però, le operazioni aumentano costantemente fino al 2019, anno con il maggior numero di fusioni ed acquisizioni in Italia mai registrato. In questo periodo sono aumentate molto le operazioni cross-border (estero su Italia) e i mega investimenti delle grandi aziende (esempio la fusione tra FCA e PSA che ha dato luogo alla nuova società Stellantis, che diventa la quarta società per produzione di automobili al mondo).
- Il 2020 è stato un anno funesto per le fusioni ed acquisizioni; il mercato italiano ha chiuso in calo a causa della pandemia. La situazione di emergenza ha infatti rallentato le operazioni, imponendo una battuta d'arresto ad un decennio di crescita ininterrotta del numero di operazioni completate. Protagonisti in negativo sono stati gli investimenti di società estere in Italia, che hanno subito una brusca frenata.

L'economia italiana ha chiuso il 2020 con una contrazione del PIL dell'8,9% e la ripercussione sul M&A sono state inevitabili. L'anno si è concluso con controvalori in flessione del 16% rispetto all'anno precedente (44,0 miliardi), mentre in termini di volumi ha perso il 19% rispetto al record

di quasi 1100 transazioni rilevato nel 2019, attestandosi a 880 operazioni completate. A differenza della crisi scatenata dai mutui subprime, iniziata nell'agosto 2007 e che aveva determinato un crollo verticale delle attività M&A in Italia, causando nel 2009 una contrazione dei valori del 39% e dei volumi del 60%, la crisi scatenata dal Covid-19 non ha avuto origine dai mercati finanziari, che hanno così potuto continuare a fornire risorse e sostegno alle imprese.

Per il futuro, dato che il rallentamento dell'M&A è dovuto principalmente ad un fattore esogeno, i piani di consolidamento e internazionalizzazione promossi negli ultimi anni da numerose piccole e medie imprese in diversi settori del Made in Italy non sono stati modificati. La pandemia, al contrario, potrebbe rivelarsi un acceleratore di quegli ulteriori processi di riorganizzazione di settori e di filiere che i rapidi cambiamenti della domanda interna e nel commercio con l'estero stanno rendendo più che mai necessari.

Dopo un 2019 da record nei volumi, l'attività M&A cross border ha subito una battuta d'arresto; le operazioni completate sono state 370 che genera una diminuzione del 28% rispetto all'anno precedente, generando controvalori per 27,7 miliardi di euro (vedi figura 4). La contrazione dell'attività M&A italiana ha interessato le operazioni di tutte le fasce dimensionali. Anche nel 2020, come nel 2019, le transazioni di dimensioni più rilevanti ossia con valore superiore ad 1 miliardo di euro, hanno subito un ridimensionamento, sia in termini di volumi (-22%), che di controvalore, sceso a 19,3 miliardi di euro (nel 2019 era di 21,5 miliardi e nel 2018 addirittura di 65,7 miliardi di euro). A fronte della contrazione della valorizzazione complessiva dell'attività M&A italiana e del decremento dei volumi, nel 2020 il controvalore medio delle transazioni è lievemente cresciuto passando da 48 milioni di euro dell'anno precedente a 50 milioni. Il dato riflette il diverso andamento che ha interessato le transazioni nelle tre direzioni. Le acquisizioni italiane all'estero hanno registrato un incremento del 37%, le operazioni domestiche sono risalite anch'esse, da 23 a 32 milioni di euro; per il deal estero su Italia invece la media è scesa da 57 milioni a 26 milioni di euro.

	2016		2017		2018		2019		2020	
€ mln	Deal	€ mld	Deal	€ mld	Deal	€ mld	Deal	€ mld	Deal	€ mld
> 1.000	10	23,9	8	15,7	15	65,7	9	21,5	7	19,3
Tra 100 e 1.000	82	26,9	85	22,9	74	22,4	84	24,7	54	19,7
Tra 50 e 100	53	3,9	53	3,8	42	2,9	41	3,0	32	2,4
< 50	684	3,1	671	4,1	860	2,8	951	3,2	787	2,6
Totale	829	57,9	817	46,5	991	93,9	1.085	52,4	880	44,0
Controvalore medio (€ mln)	70		57		95		48		50	

Tabella 2: operazioni per fascia di controvalore e controvalore medio dal 2016 al 2020 in Italia.

Fonte: Rapporto M&A KPMG.

CAPITOLO 2: Motivazioni che portano al M&A, il processo e l'influenza delle variabili sul premio di acquisizione nel passato

In questo capitolo, dopo aver definito la panoramica generale delle operazioni di M&A in quello precedente, si analizzeranno le motivazioni che portano un'azienda ad acquistarne un'altra e l'articolazione del processo di M&A. Per concludere si analizzeranno gli studi eseguiti in precedenza che cercano di spiegare le variabili che influenzano il premio di acquisizione.

Definizione di sinergia

Alla base di ogni acquisizione vi è la creazione di valore aggiunto, ossia l'impresa ottenuta dopo un'operazione di M&A deve avere un valore maggiore rispetto alla somma del valore delle singole imprese prese singolarmente. Si definisce sinergia: “Azione combinata e contemporanea, collaborazione, cooperazione di più elementi di una stessa attività, o per il raggiungimento di uno stesso scopo o risultato, che comporta un rendimento maggiore di quello ottenuto dai vari elementi separati” dal vocabolario Treccani.

Si può rendere il significato attraverso una semplice equazione:

$$V(AB) > V(A) + V(B)$$

Facendo un facile esempio per far capire immediatamente tale concetto, l'ottenimento di una sinergia deve portare a: $3 + 3 = 7$. Le sinergie possono nascere dalla comunione di risorse (si eliminano quelle inutili e tutte le duplicazioni di asset) e dalla presenza complementare di risorse specializzate, il cui utilizzo combinato ne aumenta sia l'utilità che il valore. La possibilità di sfruttare le sinergie è una condizione necessaria all'origine delle operazioni di fusione e acquisizione, ed è anche la ragione per la quale il prezzo pagato per acquisire una società è tipicamente superiore al suo valore antecedente l'acquisizione.

Il valore creato per gli azionisti dell'azienda acquirente è dato dalla differenza tra il valore ricevuto ed il prezzo pagato per completare l'operazione:

$$\text{Valore creato per l'acquirente} = \text{Valore ricevuto} - \text{Prezzo pagato}$$

Il valore ricevuto dall'acquisizione è a sua volta uguale alla somma del valore intrinseco dell'impresa target (antecedentemente alle prime fuoriuscite di informazioni che ne aumentano il valore) e del valore presente di ogni miglioramento nella performance (operativa, finanziaria ecc.), ottenuta grazie all'operazione di M&A. Il prezzo pagato è uguale al valore di mercato dell'impresa

target, cui va aggiunto ogni premio richiesto per “convincere” gli azionisti di quest’ultima a vendere i loro titoli partecipativi:

Valore creato per l’acquirente = (Valore stand-alone della target + valore dei miglioramenti nella performance operativa) – (valore di mercato della target + premio per l’acquisto)

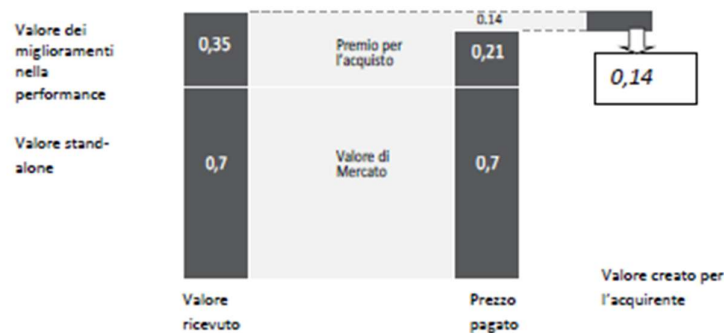


Figura 4: framework per la valutazione di un’acquisizione

Il grafico presente nella figura 4 illustra intuitivamente quanto detto. Nell’esempio un’impresa (definita X) ne acquisisce un’altra (Y) per un totale di 1 miliardo di euro (prezzo che include un premio oltre il valore di mercato dell’azienda target del 30%). L’impresa X si aspetta di incrementare, grazie ad un insieme di miglioramenti operativi e finanziari, il suo valore del 50%; pertanto, il valore di Y per X è uguale a 1 miliardo e cinquanta milioni di euro. Il valore creato da questa acquisizione sarà pari a 140 milioni di euro, valore da allocare agli azionisti dell’impresa X. Nel caso in cui il valore stand-alone (ossia il valore attribuibile ad un’impresa nelle sue condizioni attuali di gestione, ovvero senza considerare effetti di operazioni di potenziali acquirenti né il valore di benefici privati) dell’impresa target diventi uguale al suo valore di mercato, allora il valore creato per gli azionisti dell’acquirente esisterà soltanto se il valore dei miglioramenti operativi si confermano più alti del premio pagato contestualmente all’acquisizione.

Valore creato = Valore dei miglioramenti – Premio per l’acquisizione

Quest’ultima equazione permette di capire come la maggior parte del valore ipotetico generato mediante l’acquisizione confluisca agli azionisti della target. Se il premio è del 30%, allora sarà questa anche la soglia minima da cui attingere per realizzare dei guadagni (per l’acquirente) che creino valore e valorizzino la scelta dell’M&A.

Le motivazioni alle operazioni di M&A

L'obiettivo di questo paragrafo è capire la logica che sta dietro alle operazioni di fusione e acquisizione, per fare ciò si analizzeranno i fattori che rendono le M&A così attraenti sotto diverse prospettive: la prima sezione presenterà il punto di vista degli azionisti e dell'organizzazione stessa, mentre la seconda sezione mostrerà alcune potenziali motivazioni personali che spingono i manager ad intraprendere questi progetti, che spiegano anche le ragioni di diversi fallimenti.

Prospettiva degli azionisti

L'obiettivo degli azionisti è quello di massimizzare il valore della loro organizzazione, sia nel lungo che nel breve periodo (a seconda della loro partecipazione nella missione aziendale). Pertanto, se fossero attori razionali, con informazioni perfette e il potere di decidere le strategie da perseguire, acconsentirebbero alle fusioni ed acquisizioni solo quando il valore dell'impresa combinata è superiore alla somma delle due imprese prese individualmente. Ciò succede quando si verifica uno di questi fattori:

- **Economie di scala:** sono l'insieme dei vantaggi che un'azienda può raggiungere con l'espansione della propria produzione, che solitamente fa aumentare i profitti. In genere, ciò che succede è la diminuzione del costo per unità prodotta, permettendo a tutti gli input di essere utilizzati in maniera efficiente. Tale concetto include le sinergie derivanti da un aumento del potere contrattuale (es. sconto sul prezzo dei grezzi a fronte degli elevati volumi richiesti), dall'uso di assets simili (diminuzione del costo di produzione, pubblicizzazione di un volume più ampio di prodotti senza aumentare i costi di marketing), dall'eliminazione di risorse ridondanti (la forza lavoro insatura può trovare occupazione alternativa o, a seconda dei casi, essere sollevata dall'incarico), da vantaggi di tipo finanziario (in genere le imprese più grandi a causa delle maggiori garanzie disponibili e del maggiore potere contrattuale). I margini, d'altra parte, possono essere ampliati grazie ad un maggiore potere di mercato con l'opportunità di fissare prezzi più alti; in questo caso, le autorità antitrust devono supervisionare l'accordo ed impedire la nascita di attori che possono distorcere la concorrenza del settore.
- **Economie di scopo:** il concetto è simile a quello dell'economie di scala, tuttavia, in questo caso, ci si riferisce ad un'azienda che produce più di un prodotto o fornisce più di un servizio. L'idea alla base della creazione di valore è che le sinergie possono nascere dalla condivisione di un know-how simile e di beni fisici comuni. In questo caso troviamo tutti i vantaggi legati all'allargamento della gamma di prodotti: bassi costi medi grazie a

tecnologie simili, logistica condivisa, uso più efficiente della forza lavoro, minori spese di marketing e di vendita per singolo articolo, una migliore offerta per il cliente, ecc. Allargando l'offerta di prodotti oppure entrando in nuovi mercati, si ottiene una sorta di diversificazione che permette così di diminuire le fluttuazioni nella performance delle imprese e diminuendo il rischio complessivo.

- Economie di integrazione: “rappresentano l'efficienza quando un'impresa stabilisce processi di valore che eliminano gli sprechi a tutti i livelli” (Piller e Moslein, 2002).

Il concetto è che la somma di tutti i costi lungo la catena di fornitura può essere abbassata dall'insourcing di una parte del processo. Le potenziali fonti di risparmio sono: l'inventario (riduzione delle scorte di sicurezza, implementazione di un approccio just-in-time), la pianificazione (semplificazione del processo), l'utilizzo della capacità produttiva (evitare gli effetti bullwhip, più flessibilità per adattare i cambiamenti a breve termine) e le vendite (riduzione delle scorte, riduzione degli errori).

C'è anche una seconda categoria di vantaggi che si riferisce all'opportunità di migliorare le informazioni nella logica Customer Relationship management: le informazioni non devono più essere diffuse lungo la catena di un approvvigionamento, ma i gusti e le preferenze di ogni cliente possono essere più facilmente integrati nella fase di progettazione per prodotti e servizi più personalizzati.

Questi obiettivi appena descritti sono anche raggiungibili ad un livello soddisfacente attraverso l'approccio del Supply Chain Management, tema caldo oggi grazie allo sviluppo delle tecnologie informatiche.

- Diversificazione: tale procedura è realizzata ogni qualvolta che si opta per un'operazione conglomerale. Il concetto che sta alla base di questo tipo di operazioni è che le aziende possono ridurre la volatilità della loro performance investendo in attività non correlate, in modo che la probabilità che tutte le attività vadano in crisi nello stesso momento sia molto bassa. In generale le fluttuazioni dell'economia avranno meno impatto sulla performance delle imprese conglomerate (tecnica utilizzata soprattutto dalle grandi holding di successo).
- Protezione e crescita: a volte, a causa dei fattori contingenti provenienti dall'ambiente commerciale, le fusioni e acquisizioni non sono attività straordinarie ma devono essere svolte. È il caso in cui la crescita è l'unico modo per sopravvivere in un mercato altamente competitivo, dove le aziende vulnerabili sono minacciate dai grandi incumbent e rischiano di essere acquisite se non procedono a farlo. In altri casi, l'espansione esterna è l'unico modo per diventare più competitivi, attraverso l'acquisizione di nuove tecnologie, risorse necessarie o anche entrando in nuovi mercati.

Non sempre gli azionisti agiscono con lo scopo di massimizzare il valore dell'azienda, le motivazioni possono essere contraddittorie; solamente i grandi investitori istituzionali, per i quali una singola azienda è solo un investimento nel loro portafoglio, mantengono sempre la visione razionale di comprare solo se aumenta il valore. Gli azionisti possono essere riluttanti a vendere ad un certo acquirente per molti motivi: coinvolgimento personale nell'azienda, desiderio di indipendenza, preferiscono un soggetto "amico" anche se non offre il miglior prezzo, come quando un'azienda locale è preferita ad un raider straniero a causa delle sue radici. Le imprese a conduzione familiare, maggior parte delle imprese italiane, sono le più restie a vendere, non importa quanto gli venga offerto in cambio.

Prospettiva manageriale

In precedenza, si è visto che gli azionisti sarebbero d'accordo con le operazioni di M&A solo se creano un valore reale per l'impresa. Se ci fermassimo solo alla prospettiva dell'azionista, si dovrebbe trarre la conclusione che i fallimenti sono dovuti unicamente ad inefficienze del mercato, aspettative troppo ottimistiche o ipotesi sbagliate sugli scenari futuri. Nella realtà, il problema è più complicato ed è legato alla discrepanza degli obiettivi tra il management e l'organizzazione stessa.

I manager hanno solitamente benefici personali nell'investire in questi progetti e quando questi si discostano da quelli dell'azienda, è probabile che avvenga una distruzione di valore. Dato che nella maggior parte delle piccole imprese la gestione e la proprietà sono generalmente strettamente legate, le loro motivazioni sono di solito allineate. Il problema sorge quando le società diventano più grandi e la gestione non è più affidata al proprietario ma ad un management impiegato dagli azionisti per agire per loro conto. Il management dovrebbe lavorare per il bene dell'azienda e degli azionisti, ma non sempre agisce nell'interesse di questi ultimi; maggiore è il disinteresse verso i proprietari, più è alta la distruzione di valore nel tempo. La letteratura si riferisce alle inefficienze derivanti da queste decisioni subottimali come "costi di agenzia" (esempio: massimizzazione delle ricompense del management, indipendentemente dal rischio assunto dall'azienda).

Una lista di potenziali motivazioni per le M&A dal punto di vista dei manager è data da McGrath (McGrath, 2011) ed include i seguenti fattori:

- Remunerazione e modo di porsi: per un manager fare parte di un'azienda di grandi dimensioni solitamente significa guadagnare uno stipendio e bonus più elevati rispetto a lavorare in un'impresa di piccole dimensioni. L'allargamento dell'azienda porta prestigio

e potere a coloro che rimangono. La ricerca, inoltre, mostra che la ricompensa finanziaria avviene anche se non c'è un aumento di valore dell'azienda (Jensen, 1986).

- Sicurezza del lavoro: come si è già affermato, a volte acquisire è l'unico modo per non essere “mangiati”. Dal punto di vista dei manager questo significa prevenire il rischio di perdere la loro posizione. Questa è una delle ragioni delle operazioni conglomerali, l'acquisizione di società non correlate è una forma di diversificazione del rischio. Pertanto, attraverso l'espansione, i manager si assicurano che l'azienda sia più costosa da acquisire così da essere meno attraente per la maggior parte del mercato. Allo stesso tempo, il fattore diversificazione rende l'azienda più solida ed è meno probabile che soffra di difficoltà finanziarie, allontanando il bisogno di nuovi investitori. Nonostante la diversificazione sia uno strumento legittimo per un'azienda, alcune ricerche mostrano che dovrebbe essere eseguita a livello di portafoglio piuttosto che a livello organizzativo.
- Investimenti del management: i manager sono strettamente legati alla loro azienda, posseggono grandi investimenti in essa; quindi, la loro ricchezza è legata alla sua performance. Non solo percepiscono il loro reddito e ricevono dei bonus per il loro lavoro, ma una volta che sono diventati anziani, riceveranno anche una pensione e possono persino ricevere delle stock option come parte del loro compenso. Inoltre, le loro competenze potrebbero non essere valutate, come lo sono attualmente, in altre organizzazioni, a causa della cultura specifica dell'azienda. Dato tutti questi fattori, i manager hanno forti interessi nell'azienda e diversamente dalla maggioranza degli azionisti, non possono diversificare i loro investimenti. Ciò che si è appena descritto, è un forte fattore che si combina con la ricerca della sicurezza del lavoro.
- Arricchimento del lavoro: può capitare, in alcune situazioni, che il manager, non pienamente gratificato dalla posizione occupata, a causa dell'insoddisfazione dovuta alla sensazione che le proprie qualità non vengano sfruttate appieno, possa dare avvio ad un'operazione di M&A per mettere a frutto il proprio talento. L'opportunità di una tale transazione è stimolante per sua stessa natura e può attrarre anche coloro che sono incerti sui potenziali risultati. Inoltre, l'idea di guidare un'azienda più grande è un ulteriore stimolo per i dirigenti insoddisfatti, che ora hanno l'opportunità di esprimere le loro capacità in un contesto di dimensioni maggiori.

Studiosi affermano che ci sono potenzialmente enormi ricompense per i manager che si occupano di un'operazione di M&A, ossia giustificano le loro scelte con alti guadagni se il fit [il termine fit, traducendolo dall'inglese significa “adattarsi”; si utilizza per le imprese quando queste, se combinate, rendono meglio rispetto a quando erano separate] con l'impresa target è elevato.

Tuttavia, ciò che si nasconde dietro le loro intenzioni manageriali è, a volte, in conflitto con gli interessi dell'impresa e la necessità di crescita tramite acquisizione può essere creata artificialmente. Questo non significa che le M&A falliscono a causa dell'interesse personale dei manager, è piuttosto un avvertimento per quelle aziende che possono essere offuscate o distorte da buone prospettive, senza considerare i rischi connessi. I manager sono spesso in una posizione in cui possono facilmente giustificare le loro decisioni e quando sorge un conflitto di interessi, le potenziali conseguenze sono: scegliere le acquisizioni quando la crescita organica sarebbe più appropriata, sovrastimare la potenziale creazione di valore, sopravvalutare l'azienda acquisita (o viceversa, sottovalutare la propria azienda), affrettare le decisioni quando non sono ancora disponibili informazioni sufficienti e non scegliere l'azienda che possiede il miglior fit con la propria (ad esempio perseguire una costosa acquisizione ostile, quando ci sono altri obiettivi altrettanto buoni).

La soluzione per superare questo problema è nelle mani degli azionisti, che hanno il potere di imporre i loro interessi attraverso una presenza attiva nelle assemblee. Il loro compito è quello di consapevolizzare i manager che, nel caso commettessero errori sarebbero tenuti a pagare i danni. Questi investitori attivi, soprattutto quelli di alto livello, si sono organizzati più efficacemente e hanno cominciato ad esercitare il loro potere rovesciando le decisioni e sostituendo i dirigenti che non rendono a sufficienza. Inoltre, una certa forma di controllo è esercitata dal mercato, che sul lungo termine premia chi opera nell'interesse dell'azienda e penalizza chi persegue interessi personali. I primi saranno premiati con la fiducia degli investitori, i secondi invece, saranno messi da parte.

Processo di acquisizione

L'operazione di acquisizione è un processo complesso ed articolato, che normalmente richiede una pluralità di scelte difficili per le quali è conveniente per l'imprenditore essere affiancato da un team di professionisti che lo guidi verso il suo fine.

Di seguito è presentata una panoramica delle fasi tipiche di un'operazione di acquisizione, cercando di sottolineare per ogni attività le criticità che possono presentarsi e descrivendo l'aiuto che l'advisor può dare in ciascuna di esse.

Analisi strategica preventiva

L'analisi strategica preventiva è il primo di tanti step che permettono, se eseguiti in modo corretto, di ottenere una buona acquisizione. Le attività che rientrano in questo primo momento di analisi riguardano:

- l'impostazione strategica;
- la definizione degli obiettivi dell'acquisizione e l'identificazione del profilo ideale dell'impresa target;
- la ricerca di possibili alternative.

Per definire una corretta impostazione strategica dell'acquisizione è necessaria una figura qualificata, quale un consulente, che eseguirà un esame del settore di riferimento (ricerca di possibili aree di debolezza dell'impresa, identificazione delle possibili sinergie conseguibili e verifica della coerenza tra operazione e disegno strategico complessivo). Tali valutazioni consentono di verificare che l'acquisizione rappresenti la risposta corretta agli obiettivi strategici di sviluppo che l'impresa intende perseguire.

La fase successiva è la definizione degli obiettivi dell'acquisizione e l'identificazione del profilo ideale dell'impresa target, volta a delineare il contesto complessivo dell'operazione e il modello di società ideale da acquisire, coerentemente con le valutazioni definite a livello strategico e i desideri dell'imprenditore. Di primaria importanza è l'attività di targeting nella quale devono essere fissati in modo preciso i criteri dell'acquisizione. A tal fine occorre che l'analisi approfondisca aspetti riguardanti le caratteristiche dell'impresa target (dimensione, settore specifico, area geografica di riferimento), il timing dell'operazione, il livello dell'investimento complessivo, il prezzo limite dell'offerta, le modalità di finanziamento e le implicazioni sul piano economico-finanziario.

Successivamente, vi è la fase della ricerca delle alternative, molto importante per ottenere un numero di candidati maggiore, per poter procedere ad una selezione che consenta di mettere a confronto più di una soluzione. I criteri di selezione rilevanti sono:

- presenza dei requisiti sostanziali richiesti;
- compatibilità organizzativa;
- fattibilità finanziaria;
- possibilità di contatto.

Lo sforzo che caratterizza tale fase è molto elevato dato che la ricerca deve essere svolta su un mercato che generalmente conta molte migliaia di aziende.

I consulenti o gli advisor possono aiutare notevolmente in questo ambito, i possibili vantaggi sono:

- possibilità di muoversi con maggiore autonomia sfruttando le conoscenze ed il network disponibile;
- possibilità di usufruire di relazioni privilegiate con particolari interlocutori;
- ampliamento del bacino di ricerca, soprattutto in ambito internazionale;
- disponibilità di una documentazione riassuntiva delle informazioni relative alle aziende (quali aspetti di carattere economico finanziario, principali azionisti, management, notizie stampa, brochure dei prodotti/servizi prestati da ciascuna società);
- possibilità di ottenere informazioni sul settore, con relativi commenti e un'analisi sulle più recenti transazioni avvenute.

Negoziazione

La negoziazione ricopre numerose fasi del processo di acquisizione, dall'avvio dei contatti con la controparte fino alla conclusione della trattativa. Per giungere a tale punto, è necessario conoscere il candidato ideale e l'impostazione di un'efficiente strategia negoziale in sede di trattativa.

La negoziazione si può articolare in tre fasi distinte:

- la selezione delle imprese target;
- la valutazione finanziaria;
- la conclusione e formalizzazione dell'accordo.

Una trattativa di successo dipende molto dalle qualità del gruppo di persone coinvolte, le quali devono avere capacità sia di natura tecnica sia di natura psicologica, ossia capacità di percepire e gestire l'esistenza di momenti e situazioni di difficoltà. Uno dei momenti più importanti è sicuramente la gestione dei primi contatti poiché, oltre alla delicatezza del problema in sé, la moltitudine di situazioni che si possono creare è elevatissimo. Per superare tali difficoltà senza incorrere in problemi difficilmente risolvibili post acquisizione, si ricorre alle società di consulenza che offrono per prima cosa la possibilità di non esporsi in prima persona, evitando così reazioni e azioni di disturbo da parte di eventuali concorrenti; in secondo luogo, danno dimostrazione per la target della concretezza dell'intenzione di acquisto.

Dopo che i primi contatti sono avviati e le intenzioni di ogni parte sono definite, è necessario che il rapporto delle parti sia chiarito formalmente. Per questo fine si utilizza la lettera di confidenzialità, in inglese Confidentiality Agreement, con la quale le parti coinvolte si tutelano da eventuali comportamenti scorretti o dall'utilizzo distorto di informazioni.

Una volta individuata l'impresa target, è necessario affrontare gli aspetti finanziari dell'operazione che sono la base per la definizione di un range di prezzo ragionevole, attorno al quale impostare la trattativa. La cifra è decisa attraverso una valutazione della società da acquistare e guardando le specifiche del piano finanziario complessivo. Le ipotesi rispetto al range di prezzo sono frutto di stime sul valore della società target (valore oggettivo dell'azienda), ottenute tramite l'applicazione di consolidati metodi di valutazione (discounted cash flow, multipli di borsa, transazioni comparabili), e dalla quantificazione delle sinergie che l'acquirente è in grado di generare a seguito dell'acquisizione (valore soggettivo dell'azienda). In tale fase riveste un'importanza cruciale l'adeguata disponibilità di informazioni sulla società target. Dal valore soggettivo è poi possibile formulare ulteriori ipotesi di prezzo che si discostano dalla somma dei valori precedentemente identificati per fattori esogeni di carattere negoziale.

Il piano finanziario del progetto permette di verificare l'impatto dei flussi monetari complessivi che gravano sull'acquirente affinché si possa valutare la convenienza complessiva dell'investimento, le possibili forme di investimento e di strutturazione dell'intera operazione, eventuali interventi di ristrutturazione del passivo, di cessione di attività non strategiche per l'acquirente e la ricapitalizzazione dell'impresa target.

Durante tutte le operazioni descritte in precedenza, la controparte può in qualsiasi momento interrompere la trattativa. Tale pericolo diminuisce una volta che si redige la lettera d'intenti che indica, in modo chiaro ed inequivocabile, i criteri di determinazione del prezzo e le modalità di pagamento, oltre che a fissare la data ultima per il completamento della compravendita. La lettera d'intenti è inoltre molto importante in quanto è lo strumento legale con il quale devono essere preventivamente fissati i criteri vincolanti per lo svolgimento della due diligence.

Due diligence

Una volta che le due realtà hanno terminato la prima fase di scambio di informazioni riservate, il venditore consente all'acquirente di avere accesso alle informazioni aziendali e di verificare più in profondità l'attendibilità del pacchetto informativo fornito in precedenza. In questa fase il ruolo degli advisor è fondamentale, infatti essi hanno il compito di:

- identificare tutte le criticità contabili, fiscali, legali ecc. della società target rispetto al package di informazioni precedentemente ottenute;
- identificare possibili valori nascosti e/o eventuali deal breakers, che potrebbero avere anche un impatto significativo sui termini dell'acquisizione e portare, nei casi peggiori, all'interruzione della trattativa.

Tale attività è definita Due Diligence e ha lo scopo di comprendere se ciò che l'imprenditore sta comprando sia in linea con i suoi desideri (se l'impresa che si vuole acquisire ha le caratteristiche qualitative che sono state rappresentate e può integrarsi proficuamente con il business esistente). In seconda istanza, la due diligence permette di comprendere se il prezzo offerto trova effettivi riscontri nel track record storico e presente nell'azienda e nelle prospettive di sviluppo solitamente incorporate nel business plan siano affidabili.

L'advisor può proporre attività di verifica su più livelli, a seconda delle criticità che vengono riscontrate prima dell'integrazione. Le principali relazioni, che sono approfondite nell'appendice 3, possono suddividersi in: due diligence finanziario-commerciale, due diligence legale, due diligence fiscale, due diligence ambientale ecc...

Stipula del contratto di acquisizione

L'assistenza, che è fornita dai consulenti durante l'intero processo di un'operazione di M&A, è orientata alla stipula di un contratto di acquisizione che tenga conto di tutti gli elementi critici emersi nelle precedenti fasi di analisi e di negoziazione, consentendo all'acquirente di minimizzare i rischi legati all'operazione.

Un contratto di acquisizione completo non può mancare di:

- oggetto dell'acquisizione;
- prezzo di riferimento;
- condizioni contrattuali;
- condizioni di pagamento;
- validità temporale dell'offerta;
- esplicitazione delle garanzie a tutela dell'acquirente;
- pattuizioni accessorie (patti di non concorrenza, obbligo di mantenere una collaborazione pluriennale e i patti parasociali).

Metodi di pagamento

I metodi di pagamento principali sono essenzialmente due: operazioni per contante e operazioni per titoli.

- Nelle operazioni per titoli, il venditore non riceve denaro, bensì titoli emessi dalla società acquirente, a fronte dei quali cederà a quest'ultima la titolarità delle azioni della società target. Per eseguire questo metodo di pagamento, è necessario che l'acquirente abbia azioni quotate sul mercato regolamentato. I titoli consentono all'azionista di aver un ulteriore mezzo di pagamento oltre il denaro.
- Le operazioni in contanti avvengono attraverso il pagamento del corrispettivo per la cessione della proprietà dell'impresa obiettivo tramite contante. Tali operazioni sono di norma preferibili per il venditore in quanto permettono un completo disinvestimento e l'incasso di un ammontare certo.

Un'altra via molto utilizzata nel mondo delle operazioni M&A è il pagamento misto, in parte in azioni e in parte in contante, a volte con l'aggiunta di particolari diritti o opzioni.

Il metodo di pagamento prescelto porta con sé una serie di implicazioni, infatti, il mercato costruisce le sue aspettative in base a come l'obiettivo percepirà il suo corrispettivo.

Quando è offerto solamente del denaro in contante, gli azionisti dell'obiettivo possono incassare il loro investimento senza assumersi alcun rischio legato al successo dell'integrazione tra le società. In cambio dell'assunzione del rischio possono beneficiare della potenziale creazione di valore, come qualsiasi altro azionista dell'offerente.

Integrazione

Firmato l'accordo, la fase più delicata è senza dubbio il processo di integrazione tra le due realtà. Nonostante un disegno ed un'analisi perfetta, il risultato rischia di essere un clamoroso fallimento se tale processo non si implementa nel modo giusto. La gestione del processo di integrazione è un intervento che deve essere ben analizzato e progettato, richiedendo chiarezza degli obiettivi organizzativi, coinvolgimento del top management e consapevolezza delle diversità culturali.

Le fasi dell'integrazione:

- Avvio dell'integrazione: è necessario instaurare un'atmosfera adatta a gestire le integrazioni tra impresa acquirente e acquisita, perché l'integrazione rappresenta un processo interattivo in cui le organizzazioni e gli individui collaborano per realizzare i

benefici ricercati attraverso l'acquisizione, piuttosto che un semplice scambio di risorse fisiche. Per ottenere la giusta atmosfera è necessaria la comprensione reciproca dell'organizzazione della cultura delle imprese, la volontà dei membri di collaborare dopo l'acquisizione, la capacità di trasferire e ricevere le risorse e le competenze, la comprensione delle cause e degli effetti collegati ai benefici attesi dall'acquisizione.

Le leve prioritarie per un'efficace integrazione sono:

- l'integrazione culturale e organizzativa;
 - la generazione di consenso (definizione di un piano di comunicazione per ottenere il consenso dell'azienda);
 - la trasferibilità delle risorse e delle competenze;
 - contenimento dei tempi di adattamento e di risposta.
-
- Gestione dell'integrazione: in tale fase è necessario prestare la massima attenzione alle sinergie conseguibili tra le due organizzazioni. I benefici identificati durante il disegno strategico, iniziano a materializzarsi per realizzare il trasferimento delle risorse e delle competenze e costituisce il cuore del processo di integrazione. È il management che ha il compito di conciliare le esigenze di interdipendenza strategica tra le imprese; egli deve cercare di conservare e rafforzare i patrimoni di risorse e competenze, allo stesso tempo deve garantire il trasferimento delle capacità strategiche tra le due aziende.
 - L'interdipendenza strategica e l'autonomia organizzativa sono due dimensioni chiave del processo di integrazione. Il rapporto tra queste due dimensioni consente di individuare quattro tipi di approcci diversi di integrazione:
 1. Per assorbimento: si tratta di acquisizioni che richiedono un'unificazione completa delle attività, dell'organizzazione e della cultura delle due imprese, che esige l'eliminazione completa dei confini tra le due organizzazioni.
 2. Per simbiosi: è l'approccio all'integrazione più complesso e per tale motivo mette in difficoltà il management aziendale. Vi è l'esigenza di un'elevata interdipendenza strategica ed un grande bisogno di autonomia organizzativa.
 3. Per conservazione: Necessita una forte autonomia organizzativa ed è trascurata leggermente l'interdipendenza strategica. Lo scopo principale del processo di integrazione è la salvaguardia della fonte dei benefici che si intendono realizzare.

4. Holding: l'azienda acquirente con questo approccio intende solamente condividere il rischio ed aumentare i trasferimenti finanziari. Non ha intenzione di eseguire un'integrazione per la creazione di valore.

Le fasi appena descritte fanno capire bene le difficoltà che caratterizzano un'operazione di acquisizione; la molteplicità delle variabili in campo e la varietà delle situazioni contingenti non consentono di individuare comportamenti e regole che abbiano validità assoluta.

Un'acquisizione di successo deve necessariamente partire dall'analisi preliminare del disegno strategico complessivo. In altre parole, è necessario verificare la coerenza del progetto di acquisizione rispetto agli obiettivi strategici dell'impresa, per chiarire fin dall'inizio se il percorso di crescita esterna rappresenti una strada effettivamente perseguibile. A questo punto è fondamentale fissare in modo preciso i criteri dell'acquisizione per tradurre in modo oggettivo i desideri dell'imprenditore; in questo modo si possono individuare sul mercato le imprese che rispondono ai requisiti individuati. Una volta identificata l'impresa target è necessaria una corretta valutazione del suo valore e delle sinergie che l'integrazione sarà in grado di generare, al fine di non pagare un prezzo troppo elevato.

Per ovviare alle difficoltà insite nel processo appena descritto, è consigliabile la presenza di un team dedicato, capace di gestire in maniera appropriata gli aspetti critici di ciascuna fase. Il gruppo dovrà essere costituito da una parte interna (con know-how dell'impresa), ma anche sull'assistenza di una parte esterna costituita da professionisti o consulenti che offriranno competenze, informazioni e un network di contatti ad alto valore aggiunto. [Franz Hermann Scutz (Ernst & Young Financial-Business Advisors)]

Strategie difensive

Per rispondere ad una scalata ostile, solitamente, la direzione aziendale adotta due principali linee di azione: prevenire tale rischio ex ante oppure reagire dopo l'annuncio pubblico (come in tutte le situazioni la prevenzione è sempre la via più efficace). Spesso le tattiche difensive sono utilizzate per aumentare il potere contrattuale del consiglio di amministrazione, che cercherà, in caso di acquisizione, di negoziare un prezzo migliore per gli azionisti.

Dato che le possibili strategie di difesa sono numerose, in questo contesto si limita la trattazione a quelle più diffuse (classificazione di Boricki, 2010):

1. Prima di tutto, è doveroso e utile informare gli azionisti sulle ragioni per cui la transazione sarebbe svantaggiosa per l'azienda.
2. Seconda opzione è il riacquisto delle azioni della società, funzionale quando l'impresa ha alti livelli di liquidità. In tal caso lo scalatore avrà la possibilità di colmare il debito generato con la liquidità della nuova impresa. Pertanto, utilizzando la liquidità per riacquistare le proprie azioni, l'azienda diventa meno attraente. L'acquisto di azioni sul mercato aumenta il loro prezzo, rendendo così l'acquisizione più costosa.
3. Il Greenmailing è un'alternativa fondamentale quando una grande quantità di azioni è detenuta da un'azionista ostile (sia esso una società o un investitore privato). L'azienda difende il suo status acquisendo le azioni possedute dall'azionista "ostile" ad un prezzo premium. Un esempio di tale pratica avvenne negli Stati Uniti; un gruppo di investitori guidato da James Goldsmith acquisì l'8.6% di St. Regis ed espresse interesse a rilevare l'azienda cartaria. Per difendersi la società accettò di riacquistare le azioni con un premio. Il gruppo di Goldsmith ha acquistato le azioni ad un prezzo medio di 35.50 dollari per azione e le ha rivendute a 52 dollari per azioni, ottenendo un profitto di 51 milioni di dollari.
4. I manager possono decidere di promuovere acquisizioni difensive, cioè acquisizioni finanziate attraverso il debito. A causa dell'aumento della leva finanziaria, il raider esterno può essere meno attratto dall'acquisizione. Il rischio di tale strategia è che decisioni subottimali possono essere prese dai manager, con l'unico scopo di difendere la loro posizione, senza considerare il reale valore dell'azienda acquisita.
5. Una soluzione molto semplice ma difficile da attuare normalmente è quella di trovare un "white knight" (cavaliere bianco), cioè un altro potenziale acquirente, che rilevi l'obiettivo a condizioni favorevoli e ad un prezzo più alto. Tale figura difenderebbe gli interessi della società e degli azionisti. Un esempio di questa tecnica è l'acquisto di Bear Stearns da parte di JPMorgan Chase nel 2008, la quale ha aiutato ad evitare la completa insolvenza dell'impresa acquisita.
6. I "Paracaduti d'oro" sono uno strumento per difendere principalmente i dirigenti dal turnover del management. Si tratta di clausole allegate al contratto dei top manager, che costringono l'azienda acquirente a pagare alti bonus se vogliono cambiarli con figure esterne. Dato che questi importi sono di solito piccoli rispetto alla dimensione dell'affare, non influiscono sul successo della transazione, ma sono adottati dai dirigenti per assicurarsi ulteriori benefici personali, come è avvenuto con il CEO dell'azienda EMC, che per accettare l'estromissione dal management della nuova società ha richiesto un paracadute d'oro pari a 27 milioni di dollari.

7. Un'altra soluzione è quella di ridistribuire un grande dividendo agli azionisti, finanziandolo attraverso il debito. Tale strategia è definita "leveraged recapitalisation" e porta anche il vantaggio di restituire agli azionisti parte del premio che avrebbero ricevuto dall'acquirente esterno.
8. Gli ESOP (Employee Stock Ownership Plans) consistono nell'emissione da parte degli amministratori di nuove azioni, aumentando così la quantità di azioni necessaria per esercitare il controllo sulla società. Rappresentano pertanto un buffer di azioni, distribuite ai dipendenti aziendali, utile a scoraggiare le scalate ostili. Questa tecnica è stata utilizzata dalla Publix Super Markets che conta addirittura 207,000 dipendenti, elevato numero di nuovi piccoli azionisti, che non cambiano le gerarchie del controllo, ma fanno da deterrente ad un eventuale scalata.
9. Infine, vi sono "the shareholder right plans" (piani di diritti degli azionisti), ossia un insieme di quattro strategie diverse, che vanno sotto il nome di "pillole avvelenate", perché tendono a rendere l'affare molto più complicato per l'acquirente, aumentando il suo costo o rendendo il target meno attraente. I piani consistono nell'attribuire agli attuali azionisti alcuni diritti che possono essere rivendicati in particolari condizioni.
 - Il piano flip-in consiste nel dare agli azionisti, escluso il potenziale scalatore, il diritto di acquistare nuove azioni con uno sconto. Tale diritto può essere esercitato quando un attore accumula più azioni di una soglia fissa di allarme (tipicamente dal 20% al 50%), in modo che il rischio di acquisizione sia ridotto, il raider ottiene la sua partecipazione nella società diluita, senza rappresentare un pericolo riguardo l'assetto della società stessa.
 - Il piano flip-over ha luogo dopo l'acquisizione ed offre agli azionisti del target il diritto di acquistare le azioni della società ostile ad un prezzo scontato, in modo che quest'ultima realizzi una diluizione delle quote azionarie, con una conseguente svalutazione complessiva della forza dell'acquirente.
 - I piani di voto rappresentano una ulteriore barriera per prevenire un'acquisizione indesiderata. Lo scopo si raggiunge creando un'azione privilegiata normalmente detenuta dai soci fondatori o titolari dell'azienda stessa. In tal caso, anche se il rider comprasse una quantità sostanziale di azioni comuni, i titolari di azioni privilegiate conserverebbero una posizione prominente, garantendo il loro potere decisionale.
 - L'ultimo piano possibile è l'emissione dei diritti di back-end per gli azionisti esistenti, in modo che se un offerente ostile mostra interessi di controllo nella società, superata una certa soglia, gli azionisti possono esercitare il loro diritto ed ottenere un titolo senior o contanti equivalente ad un prezzo fisso back-end. Questa tecnica impone pertanto un

prezzo minimo implicito per l'acquisizione della società ossia il prezzo back-end, che per ovvi motivi sarà fissato più alto dell'attuale valore di mercato.

Vi sono per concludere, ancora due possibilità meno frequenti nella storia delle M&A:

- La “crown Jewel defence”, ossia il diritto per l'azienda di vendere i suoi asset più preziosi se vi sono notizie di una possibile acquisizione ostile in modo da ridurre la sua attrattività (vi è una perdita di valore).
- La Pacman defence consiste nel tentativo di ribaltare le posizioni e cercare di acquisire (mangiare) coloro che volevano effettuare l'acquisizione ostile.

L'uso di tattiche difensive è stato enormemente dibattuto nel contesto italiano, da quando gli investitori hanno fatto pressione per un mercato del controllo aziendale più libero. Essendo questa la situazione, la legge impone molti limiti alle azioni difensive. Questa decisione porta con sé molti pro e contro, che esulano dallo scopo di questo studio.

RASSEGNA DELLA LETTERATURA

Premio d'offerta

Gli studi riguardanti i premi di acquisizione nelle operazioni di M&A sono numerosi ed alcuni molto datati, con campioni che non spiegano in modo ottimale gli accordi che sono stati presi nel secondo decennio del ventunesimo secolo. Prima che i premi d'offerta fossero disponibili tramite database (es. Refinitiv Eikon), la letteratura empirica utilizzava i rendimenti azionari anomali cumulativi, del target, nelle offerte pubbliche, come proxy dei premi d'offerta. Questo espediente non è privo di errori, in quanto i rendimenti azionari anomali dell'obiettivo riflettono non solo il prezzo dell'offerta, ma anche la probabilità di concorrenza e di fallimento dell'offerta alla data dell'offerta iniziale. Tale metodo tende a generare stime dei premi più bassi di quanto non siano veramente corrisposti; lo studio eseguito da Betton, Eckbo e Thorburn del 2008 mostra che i premi si aggiravano intorno a 40-50% rispetto al 25-30% che venivano stimati con l'utilizzo della proxy descritta in precedenza.

La disponibilità dei nuovi database ha stimolato studi di grandi dimensioni basati direttamente sui prezzi d'offerta, questi facilitano la stima del premio, che si riduce a trovare il prezzo base con cui scalare il miglior prezzo d'offerta noto. Normalmente, il prezzo base corretto è il prezzo di mercato secondario pre-offerta del target 2-3 mesi prima dell'offerta (sottolineato da Boone e Mulherin, 2007). Solitamente vi è una piccola differenza nei premi d'offerta iniziali e finali: l'offerta iniziale

sono del 40% rispetto al 45% di quella finale nelle fusioni e dal 47% al 50% nelle offerte pubbliche. Le gare con un solo offerente generano premi medi del 41%, invece quelle che presentano più offerenti portano premi del 53%.

La tabella 2 mostra che i premi di acquisizione iniziali (e finali) sono un po' più bassi quando l'offerente è privato: 40% contro il 46% per gli acquirenti pubblici. I premi medi sono quasi identici nelle offerte all-cash e stock/mixed, nonostante ciò, gli studi di Ecko, Thorburn e Betton del 2008 indicano che i premi delle offerte in contanti tendono ad essere più alti. In conclusione, gli accordi con acquirenti "ostili" hanno sia il più alto premio di offerta iniziale (49% contro il 44% per gli obiettivi amichevoli) sia il più alto premio di offerta finale (61% contro il 45%).

Sample	Number of cases	Deal value (\$ million)		% of contests where the winner is:			Average offer premium (%)	
		Mean	Median	Initial bidder	Rival	No bidder wins	Initial bid	Final bid
All contests	10,806	715	89	66.6	3.7	29.7	44.5	46.1
1973-1989	3,730	312	60	58.7	5.2	36.1	45.0	48.5
1990-2002	7,076	903	108	70.7	3.0	26.4	44.2	45.0
Merger bid	7,750	827	92	63.5	3.3	33.2	43.6	44.5
Tender offer	3,056	433	78	74.8	4.8	20.4	46.5	50.2
Acquirer public	6,726	902	112	75.6	3.2	21.3	46.1	47.5
Acquirer private	4,080	285	52	51.7	4.6	43.7	40.1	42.6
Single bidder	9,944	693	88	70.5	0.0	29.5	44.8	45.4
Multiple bidders	862	989	101	20.6	47.8	31.7	41.1	53.2
Target friendly	10,295	688	85	68.0	3.2	28.8	44.1	45.1
Target hostile	511	1,204	183	34.4	16.3	49.2	49.0	60.9
All cash	4,185	320	66	69.1	4.0	27.0	44.1	46.6
Stock/mixed	6,621	1,048	119	65.0	3.6	31.4	44.7	45.8

Tab 2: Caratteristiche dell'affare e premi dell'offerta iniziale e finale; fonte: Betton, Ecko e Thorburn, 2007.

Uno studio del 2008, portato avanti sempre da Betton, Ecko e Thorburn, ha esaminato un campione di aziende che avevano intrapreso un'operazione di M&A dal 1980 al 2002 ed è giunto a queste conclusioni:

- I premi dell'offerta iniziale e finale sono più alti dopo gli anni '80, quando l'offerente è una società pubblica e quando l'offerta è interamente in contanti.

- I premi sono più bassi quanto maggiore è la capitalizzazione azionaria totale dell'obiettivo prima dell'offerta iniziale, quando l'offerta iniziale è un'offerta pubblica di acquisto.
- I premi non sono invece influenzati dalla presenza di una pillola di veleno, dall'ostilità del target all'offerta iniziale, dalla liquidità delle azioni del target, dalla presenza di più offerenti e se l'acquisizione è orizzontale.

La letteratura dei primi anni 2000 fornisce altre prove che caratterizzano il premio d'acquisizione. Officer (2003) e Bates e Lemmon (2003) mostrano che i premi d'offerta sono significativamente maggiori quando l'impresa target, a seguito della fusione, cessa di esistere. Barger (2005) scopre che i premi saranno minori se l'operazione è stata siglata tramite un accordo con il consiglio di amministrazione/management del target. Inoltre, potenti CEO radicati nel target riducono i premi di acquisizione (Moeller, 2005). Levi, Li e Zhang (2008) usano RiskMetrics sulla struttura del consiglio di amministrazione e trovano che i premi di offerta sono influenzati dalla composizione di genere del consiglio. Più in dettaglio, i premi d'offerta sono più bassi quando l'amministratore delegato dell'offerente è donna, e più alta è la proporzione di donne nel consiglio di amministrazione dell'obiettivo (a condizione che le donne siano di nomina indipendente).

Proprietà dispersa e premi

Negli Stati Uniti la proprietà aziendale è solitamente ampiamente dispersa tra molte persone; questo fattore implica problemi di free-riding nelle operazioni di M&A. Un mercato attivo per il controllo aziendale presuppone che gli offerenti iniziali si aspettino di avere un vantaggio rispetto ai potenziali rivali, quando i costi di ricerca sono affondati (Grossman e Hart, 1980). Per scoraggiare alcune offerte e per cui aumentare i premi di offerta, sono state introdotte le regole di divulgazione obbligatoria, che in questo modo aumentano la concorrenza tra gli offerenti (Jerrell e Bradley, 1980).

Nel 1968 il politico Harrison Williams, per regolamentare i predoni aziendali che abusavano delle offerte di acquisto in contanti, ha emanato una serie di leggi che sono passate alla storia come Williams Act. Le società dopo tale legge sono tenute a rendere la divulgazione obbligatoria delle offerte pubbliche di acquisto a beneficio degli azionisti. Jarrel e Bradley nel 1980, dopo uno studio, hanno appurato che, dopo la legge del 1968, i premi medi di un'offerta pubblica in contanti è aumentata considerevolmente (dal 32% al 52%). Con l'aumento dei premi, le imprese acquirenti riportano, in media, guadagni più bassi dopo il Williams Act (Mullins, 1983 e Loderer e Martin, 1990). Altri studi riportano che l'aumento del premio non è solo confinato alle offerte pubbliche

di acquisto, ma anche le fusioni in contanti e con scambio di titoli hanno visto un aumento del premio medio.

Oltre alle regole di divulgazione, nel Williams Act è stato introdotto un periodo minimo di 20 giorni prima di chiudere la trattativa, in questo modo si dà la possibilità di far entrare nella trattativa altri rivali, aumentando così la concorrenza complessiva e di conseguenza il premio.

Aste ed incentivi per le offerte eccessive

Il consiglio di amministrazione di un'azienda quotata, che è messa in vendita in un'asta, ha l'obbligo di accettare la proposta di acquisto più elevata, senza l'influenza della propria volontà.

Generalmente in un'asta, gli offerenti iniziali hanno la possibilità di alzare strategicamente la propria offerta in modo tale da scoraggiare la concorrenza. Secondo Fishman (1988), i premi e i salti elevati nella fase d'offerta sono coerenti con l'ipotesi che i vantaggi dell'acquisizione siano in parte comuni a diversi potenziali acquirenti, come ad esempio i benefici derivanti alla sostituzione di un management inefficiente. Dopo il Williams Act, con la divulgazione obbligatoria di una offerta, se l'impresa target non ha risorse specializzate per un particolare settore, il primo offerente è preoccupato che l'offerta iniziale metta in guardia i potenziali rivali su un'opportunità di profitto.

Fishman (1988) con il suo modello di offerta preventiva ipotizza che gli offerenti, per identificare le valutazioni private dei competitor, debbano pagare un costo che può essere soprannominato "costo d'indagine". Per dissuadere il secondo offerente, generalmente il primo offerente definisce un'alta offerta, tutta in contanti, in modo tale da segnalare la propria elevata valutazione privata per l'obiettivo. Tale tecnica riduce il valore atteso di vincita degli offerenti rivali, che non riusciranno a coprire il costo dell'indagine iniziale. Tali risultati sono difficili da dimostrare anche sperimentalmente per ovvii motivi; alcuni studi però hanno mostrato alcuni risultati interessanti (Eckbo e Betton nel 2000 e Betton, Eckbo e Thorburn nel 2008):

- Generalmente l'ingresso di un'offerente rivale è relativamente rapido quando avviene (entro le tre settimane dall'offerta iniziale). Inoltre, una risposta rapida all'ingresso di un rivale è coerente con i costi di indagine relativamente bassi. Tutto ciò ci fa capire che gli annunci di un'acquisizione sono associati a effetti positivi di ricchezza del settore e che gli offerenti rivali tendono ad operare nello stesso settore dell'obiettivo.

- Il premio medio nelle offerte, dove l'offerente iniziale ha successo con la prima offerta, è marginalmente più alto del premio medio dell'offerta iniziale nelle gare di acquisizione che sviluppano più offerte.

Problemi del rincaro dei prezzi dopo l'offerta

Generalmente le offerte pubbliche di acquisto sono precedute da aumenti, a volte anche considerevoli, dei prezzi delle azioni target. Questi rincari sono dovuti alle voci di acquisizione generate da fonti pubbliche, come ad esempio la presentazione della Securities and Exchange Commission (SEC) che rivela l'acquisto di quote del 5% o più nel target. Tale pensiero implica che l'aumento dei prezzi riflette informazioni già note all'offerente, che non dovrà per cui aumentare il prezzo d'offerta pianificato in precedenza.

Possiede un'opinione diversa Schwert (1996), il quale sostiene che il rincaro può alternativamente riflettere un aumento del valore autonomo dell'obiettivo e quindi richiedere all'offerente di aumentare il prezzo dell'offerta. Dato che la causa del rincaro è sconosciuta alle parti negoziali, a colui che aveva pianificato di presentare un'offerta si presenta un dilemma: "Supponete di avere intenzione di avanzare un'offerta per il controllo di una società e, prima che possiate annunciare l'offerta, il prezzo delle azioni dell'azienda target iniziano a salire in coincidenza con un volume di scambi insolitamente alto. Voi non avete comprato le azioni della società obiettivo e non c'è nessuna prova affidabile che dimostri chi le abbia comprate. Andate avanti con l'offerta esattamente come avevate pianificato? O prendete in considerazione il recente movimento del prezzo delle azioni e correggete l'offerta?" (Schwert, 1996, p.153-154). È importante dire che il dilemma appena enunciato, esiste solo per l'offerente iniziale, poiché qualsiasi secondo offerente risponde all'offerta iniziale e non alla rincorsa iniziale di per sé. Schwert esamina la questione del markup facendo regredire il premio dell'offerta finale sul rincaro pre-asta in un campione di 1814 fusioni e offerte pubbliche di acquisto del periodo 1975/1991. Deduce dal suo studio che le corse all'obiettivo sono molto costose per gli offerenti, in quanto spesso sono obbligati ad aumentare la propria offerta a causa di un aumento di valore dell'impresa target.

Rumored deal

Un rumor finanziario è un messaggio impreciso e non confermato su un imminente evento finanziario. I rumors possono essere diffusi attraverso il passaparola o le newsletter dagli addetti ai lavori, come gli alti dirigenti o i direttori di una società, o da esterni, come i guru degli

investimenti, speculatori professionisti o ancora giornalisti finanziari. Possono basarsi sia su informazioni contabili non divulgate o dati contabili e finanziari disponibili al pubblico. Per natura, non tutti i rumors nei mercati finanziari sono informativi; vi sono alcune persone che diffondono informazioni private per fuorviare e manipolare il mercato. Per tale motivo, è estremamente importante per un investitore che riceve un rumor finanziario, determinare se il rumor trasmette un'informazione genuina e veritiera su un avvenimento imminente o se è solo un falso messaggio inteso a manipolare il mercato. È anche vitale sapere come e in che misura un rumor influenza il mercato e il valore delle attività finanziarie associate.

Vi sono alcune tecniche per capire cosa le informazioni circolanti dicono; le informazioni pubbliche su un target, in particolare il suo CAR storico prima della pubblicazione della voce iniziale, sono indicative del fatto che l'acquisizione in sospeso si materializzerà (Chou, Yin, 2015); inoltre il potere indicativo del CAR storico può, in una certa misura, essere spiegato dai dati contabili delle aziende sottostanti. I rendimenti anomali il giorno e il giorno dopo la pubblicazione del rumor sono statisticamente indistinguibili tra i due gruppi, anche se i gruppi possano essere distinti dai loro CAR storici. Questo suggerisce che il mercato reagisce in modo eccessivo a voci di M&A che non si concretizzeranno. Le voci hanno impatti sostanziali sui prezzi delle azioni nei processi di acquisizione. Per le aziende target il propagarsi di tali notizie fa sì che la proiezione del premio di acquisizione sul rincaro tende ad essere estremamente maggiore di uno, suggerendo che gli offerenti pagano gli obiettivi "due volte", poiché rivedono l'offerta di acquisizione verso l'alto aggiungendone la rincorsa.

Jarrel e Poulsen (1989) affermano che la "fuoriuscita di informazioni su un'offerta imminente è la variabile esplicativa più forte nel rendere conto dei premi imprevisti e del rincaro prima dell'offerta".

Clarkson, Joyce e Tuttici (2006) esaminano la reazione del mercato alle voci di acquisizione pubblicate sul sito di discussione Internet Hotcopper. I loro risultati mostrano che un rumor è spesso associato ad un rendimento e ad un volume di scambio anomalo durante l'intervallo di 10 minuti che precedono immediatamente la sua pubblicazione.

Anche Betton, Eckbo (2011) sono concordi sul fatto che un'operazione di M&A rumored porta l'acquirente a dover pagare un premio di acquisizione maggiore per riuscire a garantirsi l'azienda rispetto ai possibili concorrenti. Tale fenomeno genera delle inefficienze, infatti nella maggior parte dei casi, sono solo gli azionisti dell'azienda target a guadagnarci, mentre l'azienda acquirente normalmente è in perdita.

Fenomeno del toehold

Un acquisto toehold è generalmente definito come un'acquisizione inferiore al cinque percento delle azioni in circolazione di una determinata società, in questo modo l'acquirente stabilisce il suo interesse per la società obiettivo.

Nella realtà tale pratica è molto utilizzata perché porta l'acquirente in una posizione di vantaggio, prima di iniziare un'offerta pubblica d'acquisto. Infatti, non solo riduce il numero di azioni che devono essere acquistate al prezzo pieno durante l'OPA, può anche portare un profitto qualora un secondo acquirente offrisse un premio maggiore e si aggiudicasse l'obiettivo. Questo guadagno possibile, dovuto alla presenza del toehold rende gli acquirenti, che hanno tale vantaggio, più aggressivi rispetto a coloro che non lo hanno. Numerosi studi empirici hanno mostrato che l'offerta di toehold aumenta la probabilità di vincere l'obiettivo, ma allo stesso tempo impone pagamenti di premi più elevati (Walkling nel 1985, Jennings e Mazzeo nel 1993 e Betton ed Eckbo nel 2000).

Nonostante tale pratica fosse molto utilizzata prima degli anni duemila, per le ragioni appena descritte, la ricerca di Betton ed Eckbo del 2008 ha evidenziato che l'offerta di toehold è drasticamente diminuita nell'ultimo decennio e dal 2008 in poi è divenuta estremamente rara. La causa di tutto ciò è dovuta al fatto che oltre al costo di acquisto delle azioni, il toehold implica anche la divulgazione obbligatoria delle informazioni della società, l'illiquidità del mercato e la resistenza del management del target all'acquisizione.

Goldman e Qian (2005), nel loro modello, affermano che i dirigenti radicati del target possono resistere ad un'offerente al fine di mantenere i benefici privati del controllo. Una resistenza vincente, che non si può conoscere ex-ante, fa scendere il prezzo delle azioni dell'obiettivo a causa del segnale negativo del radicamento del management. Per tale motivo gli offerenti scambiano i benefici attesi da toehold in costi attesi di toehold (maggiore calo del prezzo del target quando l'offerta fallisce), portando alcuni offerenti a limitare i toehold. Tale previsione è testata da Betton ed Ekbo, ma non trovano prove a sostegno che dimostri la scomparsa della pratica del toehold. Ha ottenuto più ausilio, invece, la spiegazione secondo la quale il calo dei toehold è direttamente proporzionale al calo delle acquisizioni ostili; infatti, la pratica è molto più comune nelle acquisizioni ostili che in quelle amichevoli. Il declino di queste ultime nel corso degli anni '90, è dovuto all'adozione diffusa di forti misure difensive come le pillole avvelenate.

L'analisi empirica di Eckbo e Thorburn del 2008 cercò di testare l'esistenza di offerte eccessive, indotte dal toehold, sulla base dei prezzi d'asta. Il risultato della loro analisi non è univoco; se da una parte la teoria implica che l'offerta eccessiva aumenta la probabilità di vittoria, dall'altra parte

non potendo verificare l'esistenza delle coalizioni banca-offerente ipotizzate dai due studiosi, non si può nemmeno escludere la possibilità che l'evidenza del premio d'asta maggiore sia dovuto ad altre forme di incentivi.

Strategie per il metodo di pagamento

Le acquisizioni sono regolate in contanti e in varie forme di titoli. L'importo in contanti è tipicamente finanziato utilizzando gli utili non distribuiti accumulati o le emissioni di debito prima dell'acquisizione. Le forme di pagamento contingentate utilizzate includono stock swap, collar, clawback ed earnout; permettono agli azionisti dell'offerente e della società target di condividere il rischio che le azioni dell'offerente e/o della società target siano sopravvalutate. Negli ultimi anni sono stati introdotti gli earnout, che danno la possibilità all'impresa acquirente di dividere il pagamento in due: una prima parte anticipata e successivamente pagamenti futuri subordinati a misure osservabili di performance. Questa metodologia aiuta a chiudere l'affare quando l'offerente è particolarmente incerto sulla reale capacità dell'obiettivo di generare flussi di cassa. Inoltre, stimola i manager dell'impresa target a rimanere nell'azienda, per poter ottenere un maggior guadagno. Il lato negativo degli earnout è che possono distorcere gli incentivi del target (maggior enfasi ai flussi di cassa a breve termine piuttosto che quelli a lungo termine) ed indurre l'offerente a manipolare i guadagni per abbassare il pagamento dell'earnout (Officer (2004), Officer (2006), Kohers and Ang (2000), Cain, Denis, and Denis (2005).

L'utilizzo dei vari metodi di pagamento differisce tra le offerte di fusione e le offerte pubbliche di acquisto: la maggior parte delle OPA usa solo contanti o un mix di contanti e di azioni, mentre la maggior parte delle offerte di fusione avvengono tramite scambio di azioni (Betton, Eckbo e Thorburn, 2008).

Le tasse giocano un ruolo fondamentale nella scelta del metodo di pagamento da parte dell'offerente; vi sono importanti differenze se si esegue un pagamento in contanti oppure in azioni. Se l'acquisto avviene tramite cash, gli azionisti dell'impresa target dovranno pagare immediatamente delle tasse su tale valore; se avviene attraverso lo scambio di azioni, il pagamento delle tasse è ritardato fino a quando le azioni ricevute nell'accordo saranno vendute. Tali regole valgono negli Stati Uniti per il IRC (Internal Revenue Code). La ricerca ha studiato tale problema, la questione empirica che più ha creato problemi è determinare se l'offerente nel caso paghi in contanti debba riconoscere agli azionisti dell'impresa target un compenso anticipato, sia per la sanzione fiscale sulle plusvalenze, sia per il valore dei benefici fiscali inutilizzati dall'obiettivo. Tutto ciò dipende dal potere contrattuale relativo dell'offerente e del target. Hanno trovato dai loro

studi empirici che i premi di acquisizione sono in effetti significativamente maggiori negli accordi all-cash rispetto alle offerte di azioni per compensare la penalizzazione fiscale sulle plusvalenze (Huang e Walkling, 1987 e Hayn, 1989; entrambi con campioni di aziende Americane. Quando successivamente, leggi simili sono state introdotte in Europa, gli stessi risultati sono stati trovati con campioni di imprese francesi ed inglesi).

L'asimmetria informativa influenza anche la scelta del metodo di pagamento; quando l'offerente e l'obiettivo sono asimmetricamente informati sul vero valore delle loro rispettive azioni, il metodo di pagamento può rilevare informazioni e influenzare la divisione dei guadagni. Inoltre, ciò che accade di solito è che il mercato crea aspettative negative quando l'offerente offre le proprie azioni per finanziare l'acquisizione. Il management dell'offerente, generalmente, ha una conoscenza più approfondita della situazione attuale e delle prospettive future della sua azienda; se le azioni sono sottovalutate dal mercato, il consiglio eviterà, per quanto possibile, l'uso di azioni come metodo di pagamento, perché in realtà si tradurrebbe in una spesa totale più alta. Al contrario, se le stesse azioni sono sopravvalutate dal mercato, usarle per finanziare l'operazione sarebbe più conveniente che pagare in contanti. Un concetto simile è espresso da Myers e Majluf (1984), dove presentano un'impresa con vincoli di capitale che deve finanziare un nuovo progetto, in presenza di asimmetria informativa. Essi trovano che, quando un'azienda è sopravvalutata dal mercato, a volte trova conveniente finanziare progetti che in realtà distruggerebbero il suo valore, perché gli azionisti alla fine beneficerebbero dell'emissione sopravvalutata di nuove azioni.

Eckbo, Giammarino e Heikel (1990) e Berkovitch e Narayanan (1990) modellizzando le offerte miste all'equilibrio, riscontrano che i rendimenti anomali degli annunci sono in media più alti nelle offerte in contanti, più bassi nelle offerte con sole azioni e di valore intermedio quando si utilizzano offerte miste.

Schingemann nel 2004 riporta che le decisioni di finanziamento, l'anno prima di un'acquisizione, giocano un ruolo importante nello spiegare i guadagni post operazione. Toffanin (2015) trova che la reazione positiva del mercato alle offerte in contanti richiede che il finanziamento debba essere ottenuto o con fondi interni o con prestiti. Le acquisizioni con pagamento all-cash, finanziato da una precedente emissione di azioni ottengono rendimenti anomali nulli o negativi.

Per concludere, un'offerta interamente in contanti preserva la posizione di controllo dell'offerente, mentre un'offerta di azioni può diluire significativamente questa posizione. La diluizione può quindi guidare l'uso dei contanti. Gli incentivi di controllo aziendale inducono a scegliere il cash laddove le imprese offerenti sono particolarmente concentrate (Faccio e Masulis, 2005). Martynova e Renneboog (2006) trovano un legame tra la qualità del sistema di Corporate

Governance di un paese e la reazione del mercato delle azioni come forma di pagamento. Le offerte di stock sono più probabili nei paesi con maggiori livelli di protezione dei diritti degli azionisti.

Pillole avvelenate e premi d'acquisto

Una pillola avvelenata è una minaccia permanente per chi volesse eseguire una scalata ostile nei confronti di una società target. Il management dell'obiettivo può eseguire diverse procedure per rendere l'offerta dell'acquirente meno allettante o più costosa. Per esempio, possono permettere agli azionisti di acquistare nuove azioni ad un prezzo molto conveniente; dato che questo diritto è simile a un dividendo, la pillola può essere adottata dal consiglio di amministrazione in qualsiasi momento (anche il giorno dopo aver ricevuto un'offerta non sollecitata e senza voto degli azionisti). L'unico modo per aggirare la pillola, oltre a dover acquistare un numero di azioni maggiori o ad un costo maggiore, è quello di lanciare una contestazione alla procura contemporaneamente all'offerta. Se questa ha successo, l'offerente sostituisce il Cda con amministratori che sono disposti a rescindere la pillola. La gerarchia del consiglio però, impedisce a questa strategia di funzionare, come hanno dimostrato Bebchuk, Coates e Subramanian nel 2002 e Cohen e Ferrell nel 2004.

Il numero di acquisizioni ostili è diminuito drasticamente dopo gli anni '80, periodo nel quale l'adozione delle pillole di veleno divenne popolare (Betton, Eckbo e Thorburg, 2008). Coloro che sostengono l'utilizzo delle pillole, affermano che esse aumentano la ricchezza degli azionisti migliorando la forza contrattuale dell'obiettivo. Tale affermazione dovrebbe essere associata a premi di acquisizione più elevati; tuttavia, la realtà mostra che le aziende target con la presenza delle pillole di veleno ricevono premi di offerta che sono in media indifferenti dall'offerta ricevuti da obiettivi senza tale metodo di difesa. Risultato che ha le sue fondamenta negli studi di Comment e Schwert (1995), Field e Karpoff (2002) e Heron e Lie (2006).

Perché vi è un impatto neutrale delle pillole sui premi di acquisizione? Alcune interpretazioni includono le seguenti ipotesi:

1. Le pillole avvelenate non trasmettono potere contrattuale.
2. Le pillole avvelenate trasmettono potere contrattuale e aumentano i premi di acquisizione rispetto a quelli che sarebbero stati i premi per lo stesso obiettivo senza pillola.
3. Le pillole avvelenate trasmettono potere contrattuale che è usato per beneficiare della gestione dell'obiettivo.

4. Le pillole avvelenate forniscono potere di contrattazione, ma le pillole dell'“ombra” sono altrettanto efficaci se adottate.

Le ipotesi 2-4 sostengono che il potere contrattuale è correlato alla presenza di pillole di veleno, ma è estremamente complicato confrontare i premi d'offerta di un'azienda con le pillole da una che non le utilizza. Le difficoltà risiedono nell'endogeneità dei dati e nella costruzione di campioni corretti (Coates, 2000).

Gli obiettivi delle offerte ostili sono più propensi ad utilizzare le poison pills quando hanno consigli di amministrazione ‘classificati’ (dall'ipotesi 3). Moeller (2005) ha verificato che le imprese target con amministratori delegati potenti, ricevono premi di acquisizione più bassi. La ricerca si è anche chiesta se gli acquirenti potessero in qualche modo “corrompere” il management dell'obiettivo al fine di subentrare nella direzione dell'impresa. Hartzell, Ofek e Yermack nel 2004, dopo l'analisi di un campione di 311 fusioni, giungono alla conclusione che gli acquirenti pagano apertamente alcuni amministratori per fargli cedere il controllo manageriale sulle attività dell'azienda.

L'ipotesi 1, infine, sostiene che le pillole sono inefficaci come strumento di contrattazione, in quanto a volte una pillola può mancare di credibilità, per cui tale mancanza si estende intorino a sé annullando eventuali benefici.

In conclusione, l'evidenza empirica mostra che la probabilità di ricevere un'offerta è ininfluente o solo leggermente inferiore per gli obiettivi con forti difese anti-acquisizione. Capita spesso infatti che un avversario ostile ma con grandi doti di persuasione, riesca a manipolare il target e non fargli distinguere il pericolo e viceversa.

CAPITOLO 3: Analisi empirica

Ricerca empirica delle determinanti del premio nelle operazioni di fusione e acquisizione

Lo scopo di questo capitolo è quello di valutare le determinanti del premio nelle operazioni di M&A attraverso delle regressioni (multivariate). I risultati ottenuti verranno messi a confronto con quelli realizzati dagli studi precedenti per analizzare se l'effetto di alcune variabili è cambiato negli anni. Le ricerche passate che si prenderanno principalmente come riferimento sono quelle di Ismail del 2011, Jensen e Meckling del 1976, Fama del 1980, Eckbo del 1990 ed infine Sheilfer e Vishny del 2003.

Selezione del campione

Per la selezione del campione si sono poste delle condizioni per facilitare la ricerca di aziende:

- Transazioni avvenute dal 01/01/2015 ad oggi
- Le società acquirente e target sono entrambe quotate in borsa
- Gli accordi hanno un valore rivelato di almeno un miliardo di dollari
- L'acquirente deve acquisire il 50% più uno per entrare in tale campione.

I dati sono stati ottenuti grazie al database, fornito dal Politecnico di Torino, Refinitiv di Eikon, il quale possiede i valori dei premi in percentuale che le aziende offerenti propongono all'impresa target per portare a termine l'operazione, dai rapporti pubblicati sulla Security Exchange Commission (SEC) e dai rapporti disponibili sui siti web ufficiali delle società.

Il periodo di tempo da inizio 2015 ad oggi è usato per analizzare le tendenze attuali nel mondo dell'M&A e per confrontare i risultati ottenuti con gli studi sui premi eseguiti nei periodi precedenti.

Il requisito che sia l'obiettivo che l'acquirente debbano essere quotati in borsa è giustificato dalla disponibilità di maggiori informazioni sui deal quotati. In principio la ricerca doveva vertere solamente sulle aziende italiane, tuttavia, dopo una prima ricerca preliminare, si è passati ad aziende di grandi dimensioni mondiali data l'estrema limitatezza del campione e la riservatezza riguardo i dettagli degli accordi.

La soglia di un miliardo di dollari è stata designata in quanto, normalmente vi è una tendenza che più grande è l'affare, maggiori sono le informazioni che possono essere trovate. Inoltre, se le

aziende fossero troppo piccole nel database mancherebbero informazioni sulla presenza di possibili sinergie, dato importante per la regressione.

Il requisito che l'operazione porti all'acquirente almeno la maggioranza delle azioni, è fissato al fine di evitare investimenti di portafoglio, che sono puramente finalizzati a guadagnare un ritorno finanziario per un investitore. Lo studio è mirato a condurre una ricerca su accordi in cui l'acquirente acquisisce l'obiettivo sulla base di un ragionamento strategico e non per fini speculativi.

Inizialmente vi erano 145 operazioni che assecondavano le condizioni discusse poc'anzi, tuttavia, dopo la raccolta delle variabili importanti per la ricerca, il campione si è ridotto significativamente a causa dell'indisponibilità di importanti informazioni di alcuni affari. Il database Refinitiv di Eikon è la fonte principale di tutti i dati necessari per la realizzazione del campione.

Metodologia

Lo studio porta alla costruzione di un modello di regressione volto a identificare la relazione esistente tra la dimensione del premio pagato e varie caratteristiche dell'affare, dell'acquirente e dell'obiettivo. Per fare ciò è stata costruita una regressione lineare multivariata della seguente forma:

$$\text{premio} = \beta_0 + \beta_1 * X + \beta_2 * Y + \beta_3 * Z + \varepsilon$$

dove:

- X – vettore delle variabili che riflettono le caratteristiche dell'affare;
- Y – vettore delle variabili che riflettono le caratteristiche dell'acquirente;
- Z – vettore delle variabili che riflettono le caratteristiche dell'obiettivo;
- Premio – è la variabile dipendente;
- β_0 – intercetta della popolazione ignota;
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ – vettori dei coefficienti sconosciuti;
- ε – errore di regressione (fattori omessi);

L'errore di regressione è costituito da fattori omessi. In generale questi fattori omessi sono altri fattori, diversi dalla variabile X o Y o Z, che influenzano Y.

Il dato della variabile dipendente è stato ottenuto dal database Refinitiv Eikon e per depurarlo dalle possibili fughe di informazioni aziendali, si è scelto il premio calcolato rispetto al valore di mercato dell'azienda quattro settimane prima dell'annuncio dell'accordo.

Si è poi proceduto a raggruppare tutte le variabili indipendenti in tre categorie: variabili che caratterizzano l'affare, variabili che caratterizzano l'acquirente e le variabili che caratterizzano l'obiettivo. Di seguito è descritta la metodologia attraverso la quale si sono calcolate le variabili indipendenti, cosa rappresentano, la loro importanza nella regressione e la relazione che hanno con la variabile dipendente. Per alcune variabili sono riportate le ricerche precedentemente effettuate in cui sono state utilizzate.

Le variabili che caratterizzano l'affare in generale:

- Dimensione relativa (Stata: **dimrel**)

Questa variabile rappresenta la dimensione relativa dell'obiettivo rispetto all'acquirente, misurata come il rapporto tra il valore delle attività dell'obiettivo un mese prima dell'annuncio dell'affare e il valore delle attività dell'acquirente un mese prima dell'annuncio dell'operazione (Ismail, 2011).

- Dimensione relativa dell'operazione (Stata: **dimrelope**)

La variabile in questione rappresenta la dimensione relativa dell'affare rispetto alla dimensione dell'acquirente ed è misurata come il rapporto tra il valore dell'operazione e la capitalizzazione di mercato dell'acquirente un mese prima dell'annuncio dell'operazione (Ismail, 2011). Può essere usata come proxy dell'importanza strategica dell'operazione per l'acquirente. La relazione attesa di questa variabile con la dimensione del premio rimane poco chiara.

- Durata dei negoziati (Stata: **durata**)

Come si evince dal nome, questa variabile riflette la durata delle negoziazioni ed è calcolata come la differenza in giorni tra il giorno effettivo e quello dell'annuncio. La relazione prefigurata tra la durata dei negoziati e la dimensione del premio risulta essere negativa, assumendo che un lungo processo di negoziazione implica discussioni difficili sugli elementi chiave dell'accordo, tra cui il prezzo pagato (rapporto PR Newswire).

- Somiglianza settoriale (Stata: **dum_somsett**)

Questa variabile riflette la somiglianza dei settori in cui operano gli attori della transazione. È una variabile binaria: se l'acquirente e l'impresa target appartengono allo stesso settore secondo la Standard Industrial Classification – 1, altrimenti – 0. La relazione attesa tra

questa variabile e il premio è positiva, infatti le aziende appartenenti allo stesso settore, capitalizzano maggiori sinergie (maggior guadagno) rispetto a società di settori diversi.

- Concorrenza (Stata: **dum_conco**)

Questa è una variabile binaria che mostra se ci sono uno o più potenziali acquirenti: se nella proposta vi è un solo acquirente – 0, altrimenti – 1. Nelle offerte in cui la concorrenza è maggiore, in media gli acquirenti pagano premi più alti per superare le offerte degli avversari.

- Metodo di pagamento (Stata: **dum_pag**)

I metodi di pagamento nelle operazioni di M&A sono fondamentalmente tre: contanti, azioni e misto. Per semplificare lo studio, le operazioni saranno catalogate con il pagamento in contante se l'acquirente utilizza il cash come metodo predominante. Per cui si introduce una variabile binaria che vale 1 se il pagamento avviene tramite contanti, oppure 0 negli altri casi (maggioranza o totalità stock).

- Rumored deal (Stata: **dum_rumor**)

Questa è una variabile binaria che mostra se precedentemente all'annuncio di acquisizione vi è stato un trasferimento di informazioni. Il dato è stato ricavato attraverso il database Refinitiv di Eikon; se l'affare è rumored – 1, altrimenti 0. La relazione di tale variabile con il premio di acquisizione, secondo gli studiosi è positiva, ossia se l'operazione è rumored il premio di acquisizione aumenta dato che il prezzo delle azioni della target aumentano prima che l'operazione avvenga.

Le seguenti variabili indipendenti riflettono le caratteristiche dell'acquirente:

- Sinergie acquirente (Stata: **dum_sin**)

Mostra se il management dell'impresa acquirente ha previsto e pubblicato numericamente le sinergie attese. Tale previsione è una variabile binaria: se la direzione dell'acquirente ha previsto sinergie – 1, altrimenti – 0. Data la difficoltà nel trovare accordi con questi dati disponibili, il campione ha una dimensione non troppo elevata.

- Logaritmo del valore degli asset dell'acquirente (Stata: **ln_assacq**)

Questa variabile è utilizzata come proxy per la dimensione dell'acquirente ed è misurata come il logaritmo naturale del valore degli asset dell'acquirente. In tal caso la relazione attesa con il premio non è chiara.

- OCF su valore delle attività (Stata: **ocfassacq**)

Questa variabile indipendente riflette la performance operativa dell'azienda ed è calcolata come il rapporto tra i flussi di cassa operativi (OCF) dell'ultimo anno disponibile prima dell'annuncio e il valore degli asset (Moeller et al., 2004). La relazione con il premio di acquisizione dovrebbe essere positiva, in quanto le società con alti flussi di cassa operativi hanno a disposizione maggiore cassa che permette loro di offrire premi più elevati.

- Debito sul valore totale degli asset (Stata: **DEacq**)

Il rapporto tra il debito e il valore totale degli assets dell'acquirente è usato come proxy per il livello di carico del debito. Si prevede una relazione negativa tra il carico di debito e la dimensione del premio pagato. Il ragionamento che vi sta dietro si fonda sull'abitudine degli acquirenti di utilizzare il debito come fonte di finanziamento dell'acquisizione: maggiore è il livello di debito preacquisizione in relazione al valore degli assets, meno debito nuovo può essere attratto e più alto è il costo di un ulteriore indebitamento. Pertanto, più è elevato il livello di debito prima dell'acquisizione, più costoso il finanziamento e minore è la capacità dell'acquirente di pagare un premio elevato.

- Fee dovuti agli operatori partecipanti lato acquirente (Stata: **tacqfee**)

In tale variabile sono comprese tutte le commissioni che l'azienda acquirente paga per il lavoro e l'aiuto da parte di figure qualificate per ottimizzare lo sviluppo dell'operazione. Variabile che è stata ottenuta grazie ai dati presenti nel database Refinitiv, la possibile relazione con il premio d'acquisizione è negativa, una maggiore bravura degli operatori che lavorano per l'acquirente (ipotizzata attraverso il costo più elevato della commissione) possono portare ad una diminuzione del premio.

Per quanto riguarda le variabili indipendenti che caratterizzano l'obiettivo, si usano le stesse che vengono utilizzate per l'acquirente, ad eccezione della previsione delle sinergie. Per una facile comprensione delle variabili, nell'appendice 4 è presente una tabella riassuntiva di tutte le informazioni.

Stimatore OLS

In questa sede, per stimare i coefficienti β_0 , β_1 , β_2 , β_3 , sarà utilizzato lo stimatore dei minimi quadrati ordinari (OLS, "ordinary least squares").

Si ricorda che lo stimatore OLS di ε : $\hat{y}$ è dato dalla soluzione di un problema di minimizzazione (della somma totale degli errori al quadrato)

$$\min_m \sum_{i=1}^n [Y_i - m]^2$$

Il nostro obiettivo è quello di stimare l'effetto causale su Y di una variazione unitaria di X (che sono in generale le variabili indipendenti).

Il problema di minimizzazione si può risolvere con il calcolo differenziale. Il risultato finale sono gli stimatori OLS di $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$.

Due statistiche di regressione forniscono misure complementari sulla bontà dell'adattamento della regressione ai dati:

- L' R^2 della regressione misura la frazione della varianza di Y spiegata da X; è priva di unità e può variare tra zero (nessun adattamento) e uno (perfetto adattamento).
- L'errore standard della regressione (SER) misura la dimensione del residuo (tipico) di regressione nell'unità di misura Y.

Per ottenere stimatori corretti dei parametri veri, ma ignoti della popolazione, attraverso il metodo OLS, devono valere queste assunzioni:

1. La distribuzione di ε condizionata a X ha media nulla, cioè $E(\varepsilon|X = x) = 0$; questo implica che β_1 non è distorto (unbiased).
2. (X_i, Y_i) , $i = 1, \dots, n$, sono indipendenti e identicamente distribuiti; questo è vero se (X, Y) sono ottenuti mediante campionamento casuale.
3. Gli Outlier in X e/o in Y sono rari; tali valori se non sono eliminati dal campione possono portare a delle stime dei parametri scorretti.
4. Non vi è collinearità perfetta ossia quando uno dei regressori è una funzione lineare esatta degli altri.

Per risolvere tale problema, che il software (in questo caso Stata) indica o bloccandosi o mostrando un messaggio di errore, è necessario modificare l'elenco dei regressori.

Il campione utilizzato per questo elaborato è ottenuto attraverso un campionamento casuale semplice, che permette di superare la seconda assunzione, infatti:

- Le aziende sono scelte dalla stessa popolazione, perciò sono identicamente distribuite
- Le aziende sono scelte a caso, perciò i valori di (X, Y) per unità diverse sono indipendentemente distribuite.

Per far sì che si potesse superare la terza assunzione, si sono limitati i valori di X e Y, in questo modo è molto raro che all'interno del campione vi sia un outlier.

L'assunzione più difficile da verificare è la prima, la non validità di questa condizione porta a distorsione da variabile omessa. La soluzione migliore è quella di includere, se possibile, la variabile omessa in questione nella regressione oppure includere una variabile che controlli per la variabile omessa.

Statistiche descrittive delle variabili

Prima di passare alla formulazione delle varie tipologie di regressioni multivariate, è utile avere un quadro generale dei dati che appartengono al campione.

Come già fatto in precedenza, le statistiche descrittive saranno divise in tre parti; le statistiche descrittive delle caratteristiche generali dell'affare, quelle dell'acquirente ed infine quelle del target.

Partendo dalle caratteristiche dell'affare, le statistiche descrittive sono presentate nella tabella 3 posta di seguito.

Dalla tabella si può dedurre innanzitutto che il premio medio in percentuale pagato nel campione, ammonta a 32,62%; tale valore è in linea con gli studi eseguiti negli ultimi anni, ma differisce molto rispetto ai premi offerti quando fu introdotto il Williams Act nel 1968 che fa sì che successivamente i premi si aggirino sul 40/50%. È necessaria una precisazione ulteriore, come detto già nei paragrafi precedenti, il campione è composto da Megadeals che solitamente sono caratterizzati da premi inferiori rispetto alle operazioni tra imprese di più piccole dimensioni. Questo valore è influenzato anche da acquisizioni con premio negativo (sei operazioni su centodiciotto hanno un premio negativo), ossia il corrispettivo per raggiungere la chiusura dell'operazione è ben al disotto del valore di mercato dell'impresa obiettivo. Dato che non si è potuto rilevare alcun modello nei pagamenti di premi negativi, la spiegazione che si presume stia dietro a tutto ciò, la si riscontra nei termini specifici dell'accordo, piuttosto che nelle caratteristiche dell'obiettivo. Il massimo premio pagato dall'impresa acquirente è stato del 154.37%, conferito da Pfizer Inc. a Medivation Inc., due aziende operanti nel settore farmaceutico. Il settore

farmaceutico, per il suo continuo sviluppo tecnologico, è caratterizzato, in media, da premi più elevati rispetto agli altri settori.

sum premio dealvalue dimrelope dimrel durata					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
premio	118	32.61898	29.43602	-47.22	154.37
dealvalue	118	25513.65	22942.19	1146.768	110346.7
dimrelope	118	.8332546	.9633174	.0180045	7.454597
dimrel	118	.7848876	1.638621	.0036944	16.42783
durata	118	203.5847	139.0133	4	749

Tabella 3: statistiche descrittive riguardante le caratteristiche dell'affare

Il valore medio delle transazioni nel campione è di 25.514 miliardi di dollari, il quale implica che il campione è composto principalmente da Megadeals. Il valore dell'affare più piccolo è di 1.147 miliardi di dollari mentre il più grande è di oltre 110.347 miliardi di dollari ed è avvenuto tra le imprese Anheuser-Bush Inbev (Belgio) e Sabmiller Plc (UK) nel 2015, anno caratterizzato da un alto numero di operazioni M&A di grande valore.

Dall'inferenza statistica si può inoltre concludere che la maggior parte degli accordi sono di grande importanza per l'acquirente, poiché in media la dimensione dell'operazione costituisce l'83.33% della dimensione di colui che acquisisce, misurata come valore di mercato degli assets.

Come ci si aspettava, in media l'azienda acquirente è più grande dell'obiettivo: la media del valore di mercato degli assets dell'obiettivo è solo il 78.8% del valore di mercato degli assets dell'acquirente. Malgrado ciò, sono presenti accordi in cui un'azienda notevolmente più piccola in termini di valore degli assets, acquisisce un'azienda più grande.

La lunghezza media delle negoziazioni, misurata come la differenza tra la data effettiva e quella di annuncio, è di 203 giorni per il campione in esame. Rispetto a studi precedenti, il tempo per giungere all'accordo, nel campione sotto esame, è maggiore di quasi trenta giorni in media. Tale avvenimento può essere dovuto a diversi fattori, tra i quali, la maggior attenzione a tutti gli aspetti legali da parte delle imprese. Il negoziato più breve è durato solo 4 giorni, mentre il più lungo 749, ossia più di due anni.

Nel campione il 72.88 di tutti gli accordi sono stati condotti da aziende dello stesso settore secondo lo Standard Industrial Code. Quasi la totalità delle acquisizioni è amichevole ed il 46% degli accordi erano competitivi, ossia in presenza di più di un acquirente durante la contrattazione. Per

quanto riguarda il metodo di pagamento, nel 52.54% degli affari è stato con la predominanza di contante.

Passando all'analisi delle statistiche descrittive delle variabili che rappresentano le caratteristiche dell'acquirente, dalla tabella 4, si può notare che:

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
capitacq	118	63071.95	73374.41	1290	372219
dimacq	118	67993.42	118125.6	2418.828	1027110
DEacq	118	.3040573	.1662969	.0066265	.8564458
ocfassacq	118	.1145355	.0875715	-.0875854	.5665368

Tabella 4: statistiche descrittive delle variabili dell'acquirente

- La capitalizzazione media di mercato delle aziende acquirenti è di 63071.95 milioni di dollari. Tale valore ha una deviazione standard molto elevata, ciò ci dice che le aziende hanno una capitalizzazione eterogenea. Si passa dai soli 1290 milioni di dollari dell'impresa Brookfield Company Partners ai 372219 milioni di dollari di Berkshire Hathaway Inc.
- La dimensione media delle aziende acquirenti misurata come il valore totale delle attività è pari a 67993.42 milioni di dollari, con un massimo di 1027110 milioni di dollari e un minimo di 2418.83 milioni di dollari.
- Il livello medio del carico di debito delle società acquirenti, misurato come il rapporto tra il debito e il valore totale delle attività è 0.304. Si può inoltre vedere dalla tabella che il carico del debito varia in modo significativo tra le società.
- Il rapporto medio tra i flussi di cassa operativi (OCF) e il valore totale degli asset, che è utilizzato come proxy per la performance operativa delle aziende, per gli acquirenti è 0.104, tale valore garantisce che in media un dollaro di attività produce 10 centesimi. Nel campione sono presenti quattro acquirenti con un valore negativo di tale variabile. Queste osservazioni, che a prima vista potrebbero farci pensare che vi possano essere dei termini outlier, sono veritiere poiché i flussi di cassa possono essere negativi, non considerandoli si perderebbe la casualità del campionamento.

Passando alle statistiche descrittive delle caratteristiche dell'obiettivo (raffigurate nella tabella 5 sottostante) si può affermare:

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
capittarg	118	16267.23	16555.08	520	124500
dimtarg	118	19703.61	23012.38	567	111459.1
DEtarg	118	.3318443	.2695107	0	1.700763
ocfasstarg	118	.1037508	.1975114	-.2064746	1.682676

Tabella 5: statistiche descrittive delle variabili dell'obiettivo

- La dimensione media delle aziende target misurata come capitalizzazione di mercato è di 16267.23 milioni di dollari, caratterizzato da un'alta dispersione, infatti, l'impresa con la capitalizzazione minore vale 520 milioni di dollari e quella con il valore maggiore è di 124500 milioni di dollari.
- Per quanto riguarda il valore medio di mercato delle attività è 19703.61 milioni di dollari, ed è compreso in un range tra 567 milioni di dollari e 111459.1 milioni di dollari. Confrontando questi primi due valori rispetto a quelli della tabella precedente, si può notare che le aziende target sono in media tre volte più piccole rispetto alle aziende acquirenti.
- Il livello medio del carico del debito delle società target, misurato come il rapporto tra debito e valore di mercato delle attività è 0.332. Si può ulteriormente notare dalla tabella che il livello di carico del debito varia significativamente tra le aziende target.
- Il rapporto medio tra i flussi di cassa operativi (OCF) e il valore totale degli assets, utilizzato come proxy per la performance operativa delle aziende, per gli obiettivi è 0.1038, ossia in media un dollaro di attività produce 10.38 centesimi. Ben dieci aziende target hanno un OCF negativo, e quindi un rapporto negativo tra OCF e il valore di mercato delle attività.

Si può concludere la parte statistica affermando che in media le aziende acquirenti sono più grandi delle società target: la capitalizzazione di mercato media degli acquirenti è più di tre volte più grande della capitalizzazione media degli obiettivi; per quanto riguarda la dimensione degli asset totali, anche in questo caso le imprese target sono tre volte più grosse degli obiettivi. Le aziende più grandi tendono ad acquisire quelle più piccole. Le aziende acquirenti hanno in media performance operative leggermente migliori (0.115 rispetto 0.104).

Risultati dell'analisi di regressione: le determinanti del premio di acquisizione nelle operazioni M&A

Questa regressione si pone l'obiettivo di analizzare le determinanti che influenzano la dimensione dei premi di acquisizione in operazioni di M&A.

Verrà condotta un'analisi di regressione a più livelli; in primo luogo, sarà esaminato in modo separato la relazione tra il premio pagato e le caratteristiche dell'operazione, successivamente le caratteristiche del target e quelle dell'obiettivo. La fase iniziale ha come scopo quello di indagare se le caratteristiche dell'operazione in generale, dell'acquirente e del target, prese separatamente, determinano l'entità del premio pagato. In una fase successiva, le tre caratteristiche dell'affare verranno analizzate insieme. Tale struttura permette di fare un confronto dei risultati delle quattro regressioni diverse ed analizzare la loro veridicità empirica. Infine, si passerà a migliorare la regressione finale per ottenere la spiegazione migliore del premio con i dati in possesso.

Eseguendo le regressioni tramite il software Stata, i risultati ottenuti sono riassunti nella tabella 5 che segue. Nei quattro modelli di regressione, la variabile dipendente è, in tutti i casi, il premio in percentuale. Le prime tre colonne (accordo, acquirente e obiettivo) riflettono la relazione tra il premio in percentuale pagato e le caratteristiche dell'operazione, del target e dell'acquirente presi separatamente. La quarta colonna (totali) mostra l'interconnessione tra il premio e le caratteristiche dell'operazione, dell'obiettivo e dell'acquirente presi insieme.

Regressione multivariata

	(1) accordo	(2) acquirente	(3) obiettivo	(4) totale
dimrel	-1.222 (0.131)			2.830* (0.021)
dimrelope	-1.376 (0.470)			5.131 (0.181)
durata	-0.0476** (0.007)			-0.0259 (0.104)
dum_somsett	4.649 (0.216)			3.640 (0.330)
dum_conco	16.35*** (0.001)			11.74* (0.012)
dum_pag	1.705 (0.762)			-11.42 (0.092)
dum_rumor	21.63*** (0.000)			22.05** (0.002)
dum_sin		5.215 (0.413)		2.199 (0.687)
ln_AssAcq		7.937** (0.003)		10.95*** (0.000)
ocfassacq		44.59 (0.124)		1.618 (0.953)
tacqfee		42.97* (0.016)		5.644 (0.873)
DEacq		3.983 (0.710)		0.433 (0.966)
ln_AssTarg			-10.83*** (0.001)	-12.54*** (0.000)
ocfasstarg			1.736 (0.851)	0.470 (0.935)
ttargfee			3.246 (0.851)	5.082 (0.802)
DEtarg			-13.31 (0.122)	-11.11* (0.032)
_cons	21.35*** (0.000)	-70.16* (0.029)	136.1*** (0.000)	18.91 (0.568)
N	118	118	118	118
R-sq	0.381	0.150	0.221	0.533
adj. R-sq	0.342	0.112	0.193	0.459

p-values in parentheses

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

Tabella 5: Regressioni multivariate

Dal risultato ottenuto si può inizialmente dire che un modello su quattro non è significativo, in particolare la seconda regressione ha $\text{Prob} > F$ di 0.0583, come si può notare dalla figura 8 in appendice. In tale contesto si assume un livello di significatività pari al 5% per quanto riguarda il test-F, che è la probabilità predeterminata di rifiutare in modo errato l'ipotesi nulla, quando è invece corretta. Questo risultato verrà utilizzato per tutto lo svolgimento dello studio. Pertanto, se presa separatamente, le caratteristiche dell'acquirente non determinano la dimensione del premio. La significatività del primo e del terzo modello implicano che, le caratteristiche dell'accordo in generale e dell'obiettivo sono importanti per la determinazione del premio. La logica che sta dietro a tale risultato è abbastanza semplice e lineare; quando si decide quale cifra erogare per l'acquisizione di un'azienda, le caratteristiche dell'oggetto da acquistare e le caratteristiche dell'accordo sono fattori decisivi per la determinazione del premio.

Passando ad un'analisi più approfondita delle regressioni, si può concludere che per le caratteristiche generali dell'accordo (1), sono risultate significative al livello dell'0.1% la presenza o meno di concorrenti durante la fase di contrattazione e la variabile che spiega se l'operazione è stata rumorosa o meno; al livello dell'1% la durata intercorsa dalla data dell'annuncio dell'operazione a quella della sua effettiva attuazione. I risultati del modello sono coerenti con i risultati preliminari dell'analisi statistica e con la ricerca pregressa, la quale sosteneva che la competizione per un'impresa target porta ad un aumento dei premi di acquisizione. È noto che la presenza di un numero elevato di aziende durante la fase di contrattazione, genera un meccanismo che porta l'impresa acquirente ad offrire una quantità di denaro maggiore rispetto alla somma inizialmente prefissata. Il motivo di tale meccanismo può essere spiegato dalla paura che si instaura nell'impresa acquirente di perdere un'occasione di crescita. Per quanto riguarda il periodo di contrattazione, al suo aumento il premio di acquisizione diminuisce, questo può essere dovuto all'aumento notevole dei costi dell'operazione, che portano l'acquirente in ultima istanza a poter offrire meno denaro o azioni. La variabile `dum_rumor` ha una relazione positiva con il premio di acquisizione, infatti, come già affermato dagli studi precedenti, se vi è un rumor riguardante l'acquisizione di una società, il prezzo di mercato di quest'ultima aumenta ancora prima dell'annuncio, influenzando al rialzo la scelta del takeover premium.

Per quanto riguarda le caratteristiche dell'obiettivo, si vede che vi è una forte correlazione negativa tra il valore del premio in percentuale e la dimensione dell'azienda misurata come il logaritmo naturale del valore di mercato delle attività (ha una significatività addirittura dello 0.1%). Più grande è l'azienda obiettivo, minore è il premio che verrà pagato dall'acquirente. Questo risultato

è supportato anche da Eckbo, il quale sostiene che l'acquisizione di imprese di piccole dimensioni consente una più facile integrazione con la supply chain dell'impresa acquirente, cosa che non è così facile se l'impresa acquisita è di grandi dimensioni e con una propria struttura interna collaudata.

Dopo aver discusso i risultati del primo passo (correlazione tra il premio di operazioni di M&A e le caratteristiche dell'affare, del target e dell'acquirente, presi separatamente) si passa all'analisi dei risultati del secondo passo, in cui si sono analizzate le relazioni tra il premio pagato e le caratteristiche dell'affare, dell'acquirente e dell'obiettivo presi insieme.

Dalla figura 10 in appendice, si può notare che tale regressione ha una Prob > F pari 0.000 ossia la regressione è significativa. Rispetto a quelle precedenti anche il valore dell' R^2 è aumentato fino ad un valore di 0.533, rispetto allo 0.220 e 0.258 delle regressioni con le sole caratteristiche dell'obiettivo e dell'accordo rispettivamente. Questo aumento è sicuramente dettato da una maggiore spiegazione della variabile dipendente da parte delle variabili indipendenti introdotte; solitamente, aggiungendo un numero maggiore di variabili il valore dell' R^2 aumenta anche se queste non influenzano la vera definizione della variabile. Per questo motivo, si è introdotto anche il valore dell' R^2 adjusted, come misura di adattamento della regressione ai dati più precisa, che elimina la difficoltà dell' R^2 . Il risultato che si ottiene è un po' minore rispetto a quello ottenuto in precedenza, ma ugualmente discreto per gli studi che sono svolti in questi campi (0.459). Le variabili $\ln_AssAcq$ e $\ln_AssTarg$ (rappresentanti la dimensione dell'acquirente e dell'obiettivo) hanno una significatività pari allo 0.1%, questo significa che solo nello 0.1% dei casi si possono ottenere delle inferenze diverse; invece, la variabile dum_umor (operazione rumored) ha una significatività dell'1% ed infine le variabili dum_conco (concorrenza nella fase di contrattazione), $dimrel$ e $DEtarg$ hanno una significatività del 5%. Come già affermato in precedenza la $dimrel$ (dimensione relativa dell'acquirente) ha una relazione positiva con il premio pagato, ossia maggiore è la differenza tra il valore degli asset dell'azienda acquirente e dell'azienda obiettivo, maggiore è il premio che si dovrà offrire. Risultato che è in linea con la realtà, infatti generalmente quando un'impresa di grandi dimensioni ne compra una nettamente più piccola, offre un premio più elevato rispetto ad un acquirente avente le stesse dimensioni della target. Perde un po' di significatività l'aspetto concorrenziale nella trattativa, passa dall'1% al 5% del modello precedente; la relazione rimane però positiva. Per quanto riguarda la variabile $\ln_AssAcq$ (proxy della dimensione aziendale), la sua relazione con il premio è positiva, ossia le imprese più grandi generalmente offriranno premi maggiori, ciò è dovuto al fatto che possiedono disponibilità economiche solitamente più elevate. Un'azienda molto grande dispone di una fetta di mercato

maggiore che le permette di aumentare la propria fama e reputazione, così da attirare più facilmente linee di credito esterne. Potendo contare sull'autofinanziamento e sul debito è chiaro come le offerte delle grandi aziende superino quelle dei competitor di più piccole dimensioni. La regressione (4) afferma che una variazione dell'1% della variabile $\ln_AssAcq$ produce una variazione del premio del 13.09%. La relazione è invece inversa se si analizza il premio e la variabile $\ln_AssTarg$; all'aumentare della dimensione dell'impresa target, il premium sarà minore. Questa relazione si lega al fatto che se l'azienda obiettivo è molto grande necessiterà di un periodo più elevato per integrarsi nella nuova realtà, facendo così perdere denaro all'acquirente, il quale per avere ritorni abbassa il premio offerto. Anche in questa regressione, la presenza di più concorrenti durante la fase di contrattazione porta ad un aumento del premio (significatività del 5% rispetto all'1% che si otteneva nella prima regressione). La variabile riguardante la presenza di rumors durante l'operazione ha una relazione positiva con il premio di acquisizione; rispetto alla regressione (1), il livello di significatività è calato dallo 0.1% all'1%. Infine, a differenza delle analisi precedenti dove la variabile $DEtarg$ (proxy della leva finanziaria dell'impresa target) non risultava significativa, in quest'ultima regressione raggiunge un livello di significatività del 5%; la sua relazione con il premio di acquisizione è negativa, ossia se la leva finanziaria dell'obiettivo aumenta (ossia si indebita maggiormente) il premio di acquisizione diminuisce. Tale risultato è in contrapposizione con quelli di Ismail (2011) ed Eckbo (2008), una possibile spiegazione di questa relazione è che una impresa target con un basso debito risulta maggiormente attraente poiché possiede ampi margini di crescita ed inoltre non peserà ulteriormente sul nuovo bilancio complessivo. Inoltre, spesso per il finanziamento di un'operazione di M&A le banche richiedono come garanzia l'impresa target stessa, in tal caso, se quest'ultima è priva di debiti risulta più appetibile e con un maggior valore.

È necessario evidenziare che la variabile che misura le sinergie stimate dall'azienda acquirente quando acquisisce la target non risulta significativa. Questo risultato è in contrapposizione rispetto a quello degli studi precedenti; una possibile spiegazione è che in questa sede si è preso in considerazione la presenza di dichiarazioni di sinergie scaturite dall'operazione e non il valore di esse.

Una buona alternativa alla regressione (4) è quella che possiede al posto della durata, il suo logaritmo naturale. L'analisi del risultato è collocata nell'appendice 5.

Per risolvere il possibile problema della non linearità, si è aggiunto un termine di interazione nella regressione (5) tabella 7. Rispetto al campione disponibile, una possibile interazione è quella tra la durata della negoziazione e la presenza di più competitor durante la fase di contrattazione. Si

suppone infatti, che la presenza di più concorrenti possa allungare la fase di contrattazione e per cui vi possano essere dei ritardi nel periodo che va dall'annuncio alla data effettiva dell'operazione. In effetti il risultato della regressione con tale interazione scaturisce in una maggiore spiegazione della variabile Y (dalla tabella 7 posta di seguito, nella colonna 5 si può notare che R^2 è aumentato). Malgrado ciò questo fattore non è significativo poiché il valore del p_value è maggiore del 5%. Per tale motivo non si può considerare significativo per il nostro studio la regressione con l'interazione (si veda la figura 12 posta in appendice).

L'ultimo passo per rendere la regressione il più possibile allineata con i dati è stato quello di introdurre oltre alle interazioni, anche una funzione polinomiale (riguardante la variabile della durata della contrattazione). Il risultato ottenuto, presente nella regressione (7) della tabella 7 posta di seguito, è molto interessante; le nuove variabili introdotte aiutano a spiegare in modo più accurato il premio di acquisizione, infatti, il valore dell' R^2 aumenta fino a 0.560. I termini polinomiali anche in questo caso non sono significativi ma le interazioni assumono una maggiore rilevanza. A differenza del caso (5) dove la variabile *durataxconco*, interazione tra la durata e la variabile binaria della concorrenza, non era significativa, in questo caso assume importanza. Il test-F riguardante la significatività dell'interazione assume un valore inferiore del 5% (3.28%) pertanto non si può rigettare l'ipotesi nulla della non significatività di questa. Il risultato è impattante, infatti, si deduce che l'aumento del periodo di tempo della contrattazione abbia un effetto minore se durante l'accordo vi sono stati più concorrenti interessati all'impresa target.

Tutte le variabili che erano significative nei modelli precedenti lo rimangono anche in questa; in particolare, la relazione tra il premio e la dimensione dell'impresa acquirente è positiva, invece, è negativa riguardo la dimensione della target. La relazione tra la leva dell'azienda target e il premio di acquisizione perde un po' di significatività, si passa dal 3.2% all'8.7%, ma rimane negativa. Un coefficiente non significativo che cambia valore è quello riguardante la durata, nelle regressioni precedenti la relazione era negativa, in questa diventa positiva. Tale risultato è legato all'interazione che sussiste tra la durata e la concorrenza (variabile *durataxconco*).

Regressione multivariata

	(1) totale	(2) totale+int	(3) totale+pol	(4) tot+int+pol
dimrel	2.830* (0.021)	2.684* (0.016)	2.768* (0.021)	2.419* (0.013)
dimrelope	5.131 (0.181)	5.827 (0.132)	5.282 (0.163)	6.431 (0.109)
durata	-0.0259 (0.104)	0.000312 (0.986)	-0.0254 (0.838)	0.169 (0.320)
dum_somsett	3.640 (0.330)	2.969 (0.440)	3.944 (0.306)	3.235 (0.419)
dum_conco	11.74* (0.012)	23.07** (0.006)	11.75* (0.013)	44.93* (0.029)
dum_pag	-11.42 (0.092)	-11.32 (0.090)	-11.16 (0.102)	-10.27 (0.134)
dum_rumor	22.05** (0.002)	21.65** (0.002)	22.02** (0.002)	20.68** (0.005)
dum_sin	2.199 (0.687)	2.672 (0.628)	2.761 (0.626)	3.613 (0.529)
ln_AssAcq	10.95*** (0.000)	10.81*** (0.000)	10.88*** (0.000)	10.62*** (0.000)
ocfassacq	1.618 (0.953)	-0.121 (0.996)	1.799 (0.947)	-2.040 (0.941)
tacqfee	5.644 (0.873)	5.358 (0.880)	6.463 (0.856)	7.856 (0.827)
DEacq	0.433 (0.966)	-1.837 (0.851)	0.164 (0.987)	-2.808 (0.786)
ln_AssTarg	-12.54*** (0.000)	-11.61*** (0.000)	-12.41*** (0.000)	-10.54** (0.001)
ocfasstarg	0.470 (0.935)	1.738 (0.766)	1.392 (0.817)	3.418 (0.584)
ttargfee	5.082 (0.802)	5.352 (0.792)	3.499 (0.862)	3.936 (0.853)
DEtarg	-11.11* (0.032)	-11.00* (0.033)	-11.13* (0.039)	-8.756* (0.047)
durataxconco		-0.0527 (0.074)		-0.307* (0.032)
durata2			-0.0000785 (0.847)	-0.000642 (0.309)
durata3			0.000000131 (0.716)	0.000000659 (0.326)

durata2xco~o				0.000750 (0.413)
durata3xco~o				-0.000000627 (0.482)
_cons	18.91 (0.568)	6.895 (0.833)	19.32 (0.558)	-14.39 (0.699)

N	118	118	118	118
R-sq	0.533	0.546	0.537	0.560
adj. R-sq	0.459	0.463	0.452	0.464

p-values in parentheses				
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001				

Tabella 7: Confronto delle regressioni svolte con la presenza delle interazioni e delle variabili polinomiali.

In conclusione, si prende la regressione (7) per descrivere le variabili che influenzano il premio di acquisizione poiché, oltre a spiegare in modo più efficace la variabile dipendente, i risultati sono più coerenti con la realtà.

Sintetizzando i risultati ottenuti:

- Maggiore è la differenza di dimensione tra l'impresa acquirente e l'impresa target, più elevato sarà il premio. Una grande azienda che produce un grosso fatturato e ricavi adeguati, tendenzialmente potrà sovrastimare il valore di una impresa di piccole dimensioni essendo marginale l'esborso per l'acquisizione della stessa. Tale operazione pur non essendo in linea con una gestione aziendale oculata (non segue le regole gestionali della lean production), è comunque molto diffusa. Inoltre, nel momento in cui si acquisisce una piccola azienda è lecito pensare che possa crescere guadagnando quote di mercato, per tale motivo gli acquirenti sono più propensi ad offrire premi maggiori.
- La concorrenza nell'ambito delle operazioni di M&A è molto favorevole per l'impresa obiettivo, la quale riceverà un premio più elevato se i concorrenti per la sua acquisizione, sono fortemente attratti e convinti dell'operazione. Questo risultato si spiega grazie a semplici regole di mercato, la presenza di un alto numero di acquirenti interessati ad una sola azienda genera un aumento del prezzo di quest'ultima. A tale aspetto è anche affiancato un fattore prettamente psicologico, che porta le persone ad interessarsi per le cose molto richieste. Se tante persone sono interessate ad un determinato prodotto, il prezzo di quest'ultimo aumenta.
- Un'operazione rumored produce solitamente un aumento nella valutazione di un'azienda portando così l'acquirente a dover offrire un premio più elevato. La fuga di notizia è

generalmente rapida ed investe imprese che inizialmente non erano interessate a quell'avvenimento. Questo produce un aumento della competizione, la quale porta ad un aumento del premio. Per allontanare i competitor dalla target, il primo acquirente è portato ad offrire cifre molto elevate (sovrastima del valore aziendale), perdendo in questo modo una fetta importante del valore che si potrebbe creare con la nuova realtà.

- Maggiore è la dimensione dell'impresa acquirente, più grande sarà il premio offerto. Questa relazione, simile al primo risultato, dipende dalle capacità finanziarie e dimensionali dell'acquirente. Le imprese di grandi dimensioni (se gestite in modo oculato) possono contare da parte loro di una quantità elevata di fondi da investire. Queste grandi realtà, oltre alle proprie capacità, possono generalmente affidarsi sulla disponibilità liquide delle banche, le quali non negheranno mai un buon finanziamento ad un'impresa che poggia su solide basi. Inoltre, questi tipi di imprese hanno anche la possibilità di aumentare il proprio capitale eseguendo un aumento dello stesso. La loro disponibilità economica le permette di poter offrire un premio più elevato.
- Le imprese obiettivo di grandi dimensioni hanno generalmente maggiori difficoltà a ricevere dei premi di acquisizione importanti. Il motivo di tale fenomeno è legato in primo luogo all'ingente esborso finanziario richiesto per l'operazione. Si aggiungono le difficoltà dell'azienda acquirente ad integrare grandi realtà, formate normalmente da un elevato numero di dipendenti, con regole ben radicate, assets fisici da gestire e riorganizzare. Tenuto conto di tali aspetti l'azienda acquirente proporrà un premio di acquisizione che gli consenta di poter coprire eventuali errori gestionali durante la fase di integrazione.
- Le imprese target che possiedono una elevata leva finanziaria risultano meno appetibili per le imprese acquirenti. Tale affermazione appare scontata. Pertanto, non vi sarà un interesse finanziario diretto, il valore dell'azienda sarà determinato da possibili nuovi scenari che si creano con la fusione: l'integrazione della filiera produttiva, il know how aziendale, nuove tecnologie ed un ampliamento del mercato, possono giustificare l'interesse per una tale acquisizione. In caso contrario, una piccola impresa affermata con buoni ritorni dal suo business e con una leva finanziaria bassa è vista come una miniera d'oro; infatti, se i ritorni sono ottimi senza l'utilizzo di fondi esterni, aggiungendo del debito, questa potrà espandersi ed ingrandirsi molto facilmente (esempio di questa situazione è quello che è avvenuto qualche anno fa nel settore del beverage, Coca Cola acquista il produttore italiano di bibite ed acqua Lurisia, che non si era mai indebitata prima, offrendole un premio molto elevato proprio per la sua struttura finanziaria).

- L'interazione che intercorre tra la durata della contrattazione e la presenza di più concorrenti nell'acquisizione dell'obiettivo è importante per spiegare la variazione del premio di acquisizione. Infatti, si deduce che l'aumento del periodo di tempo della contrattazione abbia un effetto minore se durante l'accordo vi sono stati più concorrenti interessati all'impresa target. A dispetto dei risultati ottenuti dalla regressione, a maggior tempo corrisponde un maggiore premio, a più concorrenti corrisponde un maggiore premio, quando tali variabili interagiscono producono una lieve riduzione del premio di acquisizione spiegabile soltanto con un leggero contenimento dei tempi dell'operazione.

Con questi risultati si esegue nel paragrafo successivo un confronto con le conoscenze precedenti sull'argomento.

Risultati principali

In questo paragrafo si effettua un confronto tra i risultati sopra descritti con i risultati delle precedenti ricerche riguardanti le determinanti del premio di acquisizione, in particolare con quelle di Eckbo, Shleifer e Vishny ed Ismail. Gli esiti dell'analisi condotta confermano l'esistenza di una relazione significativa tra le caratteristiche dell'affare, dell'obiettivo, dell'acquirente e la dimensione del premio pagato nelle operazioni di M&A.

Le dimensioni dell'acquirente e dell'obiettivo, misurate con il logaritmo naturale del valore totale degli assets dell'impresa, hanno una relazione positiva e una negativa rispettivamente con il premio pagato in percentuale. Facendo un confronto con lo studio di Ismail del 2011, sia nel suo elaborato che in questo, la relazione del premio di acquisto con la variabile $\ln_AssAcq$ è positiva, ossia rispetto ad un'azienda di dimensioni piccole, un'impresa molto grande offrirà un maggiore premio di acquisizione per la stessa impresa target. Questo risultato si può spiegare semplicemente con un maggiore disponibilità economica alle spalle; infatti, un'impresa che possiede molti asset propri e che non è in difficoltà ha più probabilità di poter disporre di più risorse rispetto ad un'azienda dello stesso settore ma con minori capacità finanziarie.

Questo studio è in linea con quello condotto da Ismail anche per l'aspetto delle performance operative delle aziende, misurata come il rapporto tra il cash flow operativo e il valore di mercato delle attività, mantenendo costanti gli altri fattori, queste tendono a pagare premi più alti se le performance sono elevate. Il ragionamento potrebbe essere che la società con un alto OCF hanno maggiori flussi di cassa disponibili a causa della forte performance operativa, quindi, hanno più libertà nel condurre costose acquisizioni.

La relazione tra il premio e la dimensione dell'obiettivo invece, non è lineare con tutti gli studi avvenuti antecedentemente. Alcuni affermano che la relazione sia positiva altri che sia negativa, come per questo studio. Il premio di acquisizione sarà inversamente proporzionale alla grandezza dell'impresa target; l'acquisizione di imprese di piccole dimensioni consente una più facile integrazione con la supply chain dell'impresa acquirente, cosa che non è così facile se l'impresa acquisita è di grandi dimensioni e con una propria struttura interna collaudata.

Nel The Journal of Finance del 2004, Matthew Rhodes-Kropf e S. Viswanathan affermano che, quando i mercati sono sopravvalutati, è più probabile che le fusioni ed acquisizioni avvengano ed è plausibile che il metodo di pagamento utilizzato siano le azioni. Quando invece, i mercati sono sottovalutati, le fusioni sono meno probabili e quelle che avvengono usano il contante. In questo elaborato il campione conta 55 operazioni in cui il metodo di pagamento è il contante e 63 con le

azioni; questo risultato è in linea con quanto detto dagli studiosi precedenti, infatti, se si considera che dal 2015 al 2019 il mercato fosse sopravvalutato anche per la ripresa economica post 2011, ci si poteva aspettare una quantità di operazioni maggiore con un'offerta in azioni.

L'analisi eseguita indica l'esistenza di una relazione positiva tra il valore dell'affare scalato dalla capitalizzazione di mercato dell'acquirente e il premio in percentuale pagato. I risultati suggeriscono che più è importante l'affare per l'acquirente, assumendo che il valore dell'affare in relazione alla dimensione dell'acquirente può essere usato come proxy per l'importanza strategica dell'operazione, più l'acquirente è disposto a pagare un premio maggiore. Intuitivamente questo risultato è il più rapido da cogliere, infatti quanto più è elevata la volontà di acquistare un bene, tanto più si sarà disposti a pagarlo. In altre analisi precedenti invece, si è riscontrato che più un obiettivo interessa all'acquirente, più quest'ultimo tendeva a stimare un prezzo equo per l'obiettivo. Il contrasto tra questi due risultati può essere determinato da più fattori come il periodo storico, la salute del mercato ecc.

La leva finanziaria dell'obiettivo è risultata significativa nel determinare la dimensione del premio di acquisizione, mentre quella dell'acquirente non ha avuto lo stesso risultato, evento particolare poiché in altri studi la correlazione era generalmente significativa. Normalmente l'effetto prodotto è che la relazione tra la leva finanziaria dell'obiettivo, misurata come il rapporto tra il debito e il valore di mercato delle attività dell'obiettivo, è positiva, ossia l'aumento dell'indebitamento dell'obiettivo aumenta la probabilità di un pagamento eccessivo, quando gli altri fattori sono mantenuti costanti. Questa relazione è spiegata dalle minori capacità della target di rispondere ad una pressione dell'acquirente. Nel campione esaminato la relazione è negativa, questo risultato può essere dovuto ad un cambiamento nelle relazioni che intercorrono tra le due imprese dopo l'operazione. Molte imprese per riuscire ad acquisire un'altra impresa devono richiedere del capitale alle banche che in cambio domandano interessi alti e altre forme di garanzia, spesso legate all'impresa acquistata. È chiaro che un'azienda target con basso indebitamento può risultare più appetibile alla banca nel caso di un eventuale mancato ritorno del capitale prestato.

Si trova una relazione negativa tra il premio di acquisizione e il rapporto tra il debito e il valore di mercato delle attività dell'acquirente. Tale risultato è concorde con quello di Ismail del 2011 e di Eckbo del 1990, i quali affermano che gli acquirenti spesso usano il debito come fonte di finanziamento dell'acquisizione: maggiore è il livello di debito preacquisizione rispetto al valore di mercato delle attività, meno debito nuovo può essere attratto e più alto è il costo di sostenere un debito aggiuntivo. Pertanto, più grande è il livello di debito preacquisizione, più costoso è il finanziamento dell'acquisizione e quindi l'acquirente avrà una minore capacità di pagare un alto

premio. Tale risultato sembra anche essere quello con più attinenza alla realtà e ci permette di affermare ulteriormente la miglioria della regressione con le interazioni rispetto a quella senza (dove la relazione era invece positiva).

In linea con le ricerche pregresse analizzate è la relazione che intercorre tra il premio di acquisizione e la presenza di più concorrenti durante la fase di accordo. Più concorrenti sono presenti per una sola impresa, maggiore sarà il prezzo che si dovrà sborsare per acquisire un'azione. Generalmente l'impresa maggiormente interessata cercherà di velocizzare l'acquisto offrendo un elevato premio, contenendo così i costi legati ad una lunga contrattazione.

Per concludere, la relazione che intercorre tra il premio di acquisizione e la variabile che indica se l'operazione è stata rumored o meno è positiva come ci si poteva aspettare. Un rumor, nel contesto delle operazioni di M&A, riguarda notizie di aziende che sono in vendita o possibili interessamenti di un'impresa verso un'altra. Queste informazioni scatenano cambiamenti importanti nei prezzi azionari delle imprese interessate, distorcendone il loro valore reale. Quasi la totalità degli studi pregressi, che si è occupato di questo problema, ha riscontrato il risultato enunciato in precedenza, ossia che se l'operazione è rumored, il premio di acquisizione aumenterà, per cui le imprese acquirenti sono portate a dover spendere una quantità di denaro maggiore per ottenere l'impresa target.

Conclusioni

In questo elaborato sono stati scandagliati i fattori determinanti della grandezza del premio di acquisizione da parte dell'acquirente nelle operazioni di M&A. Lo scopo principale dello studio econometrico era quello di determinare la relazione tra il premio pagato e le caratteristiche dell'accordo in generale, delle aziende acquirenti e delle target.

La prima parte del lavoro è strutturata in modo tale da approfondire la conoscenza del lettore su un argomento molto in auge in questo periodo storico ma che può avere dei termini di difficile comprensione. Dopo la definizione delle operazioni di M&A, il motivo per cui queste avvengono e come si articola il processo per la loro costituzione, si è passati ad un'analisi degli studi empirici svolti precedentemente da illustri professori, per scandagliare i fattori che influenzano la dimensione del premio d'offerta. Questa sezione dell'articolo è stata utile per entrare in contatto con le analisi econometriche più datate, che hanno offerto la base per la realizzazione delle analisi svolte in tale elaborato. La ricerca pregressa in tale ambito è molto ampia ma anche molto eterogenea a seconda del campione analizzato; i risultati non permettono di delineare un'unica via per spiegare la relazione tra il premio di offerta e le sue determinanti.

La parte pregnante di questo articolo è il capitolo 3, dove è stato realizzato lo studio econometrico, da cui si sono dedotti i risultati principali. Innanzitutto, il valore del premio medio, con l'avanzare degli anni si è ridotto rispetto agli anni seguenti alla promulgazione del Williams Act. Vi è una relazione positiva tra il premio e la variabile che indica la presenza di più concorrenti nel periodo in cui avvengono le proposte, questo risultato è in contrapposizione con quanto affermato da Eckbo e Gianmarino, ma è in linea con gli studi di Ismail (2011). Inoltre, vi è una relazione positiva tra premio e la dimensione dell'impresa acquirente, risultato in linea con la maggior parte degli studi. La dimensione dell'impresa obiettivo, invece, è inversamente proporzionale alla dimensione del premio d'offerta, tale esito segue i risultati di Eckbo del 2008 ma non quelli di altri studiosi. In linea con tutti gli studi è invece la relazione (positiva) tra la variabile che spiega se l'operazione è rumored o meno e il premio di acquisizione. La leva finanziaria dell'impresa obiettivo influenza in modo negativo il premio, risultato in contrasto con gli studi precedenti. Diversamente da quanto ci si poteva aspettare, la presenza o meno di informazioni sulle possibili sinergie non influenza il premio d'acquisizione, che per molte ricerche era la determinante principale. Questo risultato deriva probabilmente dal fatto che negli altri studi il valore della sinergia era calcolato utilizzando una serie di dati e non semplicemente ammettendone la possibilità.

Da questo piccolo riassunto si può capire la difficoltà degli studi in questo settore a determinare un unico risultato che valga per tutte le occasioni. Si può per cui affermare che i risultati ottenuti

sono in linea con quelli antecedenti analizzati, infatti, a seconda della tipologia di imprese prese in considerazione, i risultati possono differire. Rispetto al passato, è indubbio che le imprese obiettivo hanno una maggiore forza ed intraprendenza che le permettono di proporsi a dei possibili acquirenti a loro affini, evitando così il rischio di essere acquisite da imprese con idee totalmente contrapposte. Per tale motivo, i premi di acquisizione, a differenza da quanto possa sembrare a prima vista, non sono aumentanti ma il guadagno degli azionisti target si sposta nel lungo periodo (si punta alla crescita evitando successivamente una costante flessione piuttosto che ad un elevato premio iniziale).

Per concludere, l'avvento di un mercato sempre più globalizzato, fa sì che i futuri studi si occuperanno sempre più frequentemente di operazioni cross border. Tali studi, in questa ricerca, si sono toccati solo marginalmente, ma potrebbero essere molto importanti con il cambiamento che sta avvenendo in questi ultimi anni. Si potrà sicuramente esaminare il fenomeno delle fusioni ed acquisizioni a livello ancora più "mondiale", in quanto, fino ad ora, la maggior parte delle ricerche dedicate ai premi nelle operazioni di M&A si sono concentrate sull'analisi dei paesi sviluppati ed in particolare gli Stati Uniti. Il campione utilizzato in questa ricerca ha cercato di considerare anche le operazioni di altri paesi come l'Europa e i paesi asiatici, tra cui Giappone, Cina e Taiwan. La difficoltà che vi è ancora per i paesi non sviluppati come gli USA, consiste nel reperimento dei dati necessari per costruire un buon campione. Per ovviare a questo problema si sono infatti utilizzati accordi di notevoli dimensioni (mega deals), che raccolgono attorno a sé più attenzione, e per cui maggiori informazioni, anche se avvengono in paesi meno sviluppati.

Appendice

1-Paradosso delle fusioni

Quando si parla di fusioni e più in particolare di quelle orizzontali, è necessario spiegare quello che è comunemente definito il paradosso delle fusioni (Merger Paradox). È noto che il risultato di una fusione non è sempre vantaggioso per le società che hanno deciso di fondersi tra loro. Il paradosso della fusione mostra che è abbastanza difficile costruire un semplice modello economico in cui ci siano profitti ragguardevoli per imprese che partecipano alle fusioni orizzontali che non conducano ad un monopolio.

Per spiegare tale concetto, si suppone:

- Presenza di sole tre imprese;
- Ciascuna impresa ha un costo marginale costante e pari a 30 euro;
- Curva di domanda del tipo $P=150-Q$, dove P è il prezzo e Q la quantità;
- Costi fissi nulli per ogni impresa;
- Si compete alla Cournot.

Le tre imprese competendo ed avendo costi marginali uguali, massimizzeranno i loro profitti, produrranno la medesima quantità e sul mercato verrà imposto un certo prezzo P .

Applicando Cournot si ottengono i seguenti risultati:

$$\pi_1(=\pi_2=\pi_3)=P \cdot q_1 - C_1 = (150 - (q_1 + q_2 + q_3)) \cdot q_1 - C_1 = 150q_1 - q_1^2 - q_1q_2 - q_1q_3 - 30q_1 = 120q_1 - q_1^2 - q_1(q_2 + q_3)$$

$$d\pi_1/dq_1 = 120 - 2q_1 - (q_2 + q_3) = 0$$

$$d\pi_2/dq_2 = 120 - 2q_2 - (q_1 + q_3) = 0$$

$$d\pi_3/dq_3 = 120 - 2q_3 - (q_1 + q_2) = 0$$

Risolvendo il sistema si ottiene che:

$$q_1(=q_2=q_3)=30; P=€60; \pi_1=q_1 \cdot (P-MC)=30 \cdot (€60-€30)=€900(=\pi_2=\pi_3)$$

Dopo la fusione, in una condizione di duopolio:

$$\pi_1(=\pi_2)=P \cdot q_1 - C_1 = (150 - (q_1 + q_2)) \cdot q_1 - C_1 = 150q_1 - q_1^2 - q_1q_2 - 30q_1 = 120q_1 - q_1^2 - q_1q_2$$

$$d\pi_1/dq_1 = 120 - 2q_1 - q_2 = 0$$

$$d\pi_2/dq_2 = 120 - 2q_2 - q_1 = 0$$

Risolvendo il sistema si ottiene che:

$$q_1=q_2=40; P=€70; \pi_1=q_1*(P-MC)=40*(€70-€30)=€1600.$$

Di conseguenza per le aziende che partecipano alle fusioni, i profitti si riducono da 1800 euro a 1600 euro; per l'impresa che non si fonde, le quantità vendute aumentano da 30 a 40 e il prezzo sale a 70 euro, portando un aumento di profitto pari a $1600-900=700$ euro.

Attraverso il modello appena descritto, sembrerebbe che le fusioni non siano redditizie ma come osservato, queste operazioni sono all'ordine del giorno. Vi sono però alcuni aspetti del mondo reale che il modello di Cournot non riesce a cogliere. Analizzando in maniera approfondita il modello, esso considera che le imprese dopo la fusione concorrono esattamente nelle stesse condizioni delle imprese non fuse. È ragionevole pensare che le imprese fuse differiscano in modo sostanziale dalle concorrenti non fuse e che anche il mercato sia cambiato in modo da alterare il comportamento delle rivali. Vi è la possibilità che esistano, ad esempio, delle sinergie di costo per le aziende che si fondono. Se le imprese non sono uguali pre e post fusione, vi possono essere degli importanti risparmi di costo, ciò fa sì che il paradosso decada e che le imprese trovino molto profittevole fondersi. Le motivazioni che stanno dietro ad una fusione sono disparate e le sinergie che si possono ottenere sono difficilmente inseribili in un modello così semplice. Pertanto, il paradosso delle fusioni è valido solamente in casi molto ristretti e con delle condizioni molto stringenti; la realtà è ben diversa.

2-Cross border M&A

Per le imprese in cerca di un acquirente o di un partner strategico, una controparte straniera è spesso in grado di rappresentare un valore maggiore rispetto ad un acquirente nazionale. Un'operazione Cross Border, ossia una transazione che ha l'intento di acquistare o vendere strumenti finanziari negoziati in mercati non domestici, genera un'elevata creazione di valore dovuta ad una maggiore penetrazione nei mercati sia per l'acquirente che per l'azienda target. Tale processo non è però semplice in quanto non è sempre facile riconoscere tutti i competitor del settore, tale difficoltà si amplia se l'impresa è di piccole dimensioni o l'impresa non opera nel paese della target.



- La *target* colma le lacune esistenti nella rete di distribuzione dell'acquirente e facilita l'accesso ai nuovi clienti;
- l'acquirente facilita l'accesso della *target* ai mercati esteri nei quali è attivo.

Figura I: Creazione di valore nelle operazioni Cross Border

Oltre a richiedere un approccio strutturato in grado di generare opportunità, le operazioni Cross Border sono rese ancora più complicate da elementi quali la distanza e la scarsa familiarità culturale e linguistica con i paesi coinvolti. Infine, è da non sottovalutare la difficoltà che si presenta tra le due parti durante il processo di integrazione finale. Nonostante gli ostacoli appena menzionati, negli ultimi 20 anni le operazioni di M&A Cross Border sono aumentate in modo esponenziale anche grazie all'aiuto fondamentale dei consulenti specializzati o Advisor, figure che aiutano le imprese durante tutto il periodo dell'operazione.

Generalmente vi sono due tipologie di operazioni Cross border: buy-side e sell side

Buy-side

Le acquisizioni Cross border di fascia media vengono intraprese sia da aziende di medie dimensioni che da grandi multinazionali. Le società acquirenti di una certa dimensione (fatturato > 200 milioni) possono contare su una struttura manageriale in grado di gestire

contemporaneamente un certo numero di potenziali acquisizioni in varie parti del mondo. La struttura organizzativa di questi gruppi è in genere costituita dalla figura del Business Development Manager (figura che si occupa delle operazioni di M&A), spesso affiancato da un advisor per essere supportato nell'individuazione di potenziali target e nell'esecuzione della transazione. È pertanto il M&A manager a condurre le operazioni di acquisizioni rispettando le indicazioni strategiche della società e dal volere del top management.

Sell side

Un compratore straniero può rappresentare l'opzione migliore rispetto ad un acquirente nazionale quando chi vende vuole conseguire obiettivi che oltre ad ottenere la più alta valutazione possibile, vuole tutelarne anche la dimensione sociale attraverso la continuità aziendale e lo sviluppo dell'impresa. Per colui che vende un'operazione Cross Border offre:

- l'azienda può diventare la base per lo sviluppo del business dell'acquirente in Italia;
- l'impresa target può sviluppare il business all'estero.

Tali fattori dovranno essere ben valutati nel processo di selezione degli acquirenti per non rischiare di dover essere assorbiti o dismessi poiché l'acquirente ha già delle solide realtà nello stesso paese.

Problematiche delle transazioni cross border

Differenze culturali: oltre alla difficoltà classica delle operazioni di M&A che consiste nel far coesistere due culture aziendali diverse, nel caso delle operazioni cross border vi è la complicazione delle diverse nazionalità e per cui cultura e lingua. Per realizzare con successo operazioni Cross Border è necessario che acquirente e venditore riconoscano le differenze fra le rispettive identità nazionali e siano in grado di gestirle.

Distanza: affinché le operazioni Cross Border abbiano successo nel lungo periodo, è necessario che acquirente e azienda target trovino un modo per riuscire a comunicare quotidianamente; può avvenire con lo scambio di mail, meeting online, visite reciproche, scambi di manager e videoconferenze. È necessario che la distanza fisica non porti alla distanza fra operatività e strategia.

Differenze sistemiche: poiché ogni paese ha regole e leggi diverse da un altro, si creano per le aziende una difficoltà supplementare per far coesistere un'acquisizione o una fusione. Per esempio, vi sono differenze per quanto riguarda la normativa societaria, la normativa fiscale, le leggi sul lavoro e sulla previdenza sociale, la presenza e forza sindacale, la manodopera qualificata, ecc. L'advisor, il legale e il revisore svolgono un ruolo importante nell'assicurare che la differenza

siano comprese dalle parti e adeguatamente analizzate nell'ambito delle condizioni dell'accordo. Malgrado ciò, le differenze sistemiche permangono anche dopo la transazione richiedono un'attenzione continua.

Lingua e comunicazione: ormai la lingua internazionale da parlare in tutti gli ambiti è l'inglese e vale anche per le operazioni di Cross Border. Entrambe le parti, per cui, dovranno avere padronanza diretta della lingua inglese o quantomeno indiretta tramite i loro advisor. Una volta conclusa la transazione, per assicurare una buona riuscita del processo di integrazione fra acquirente e venditore è indispensabile che il top management di entrambe le società sia in grado di comunicare nella lingua ufficiale della società.

Fonte David Strempel (Translink Strempel & Co.)

3-Due Diligence

La due diligence è un'analisi di natura conoscitiva della società oggetto di un'operazione di M&A, commissionata da una delle parti e svolta da consulenti di sua fiducia. Si può intendere quasi un'analisi approfondita sullo stato di salute dell'azienda oggetto dell'operazione realizzata per un potenziale investitore o per i possibili clienti.

La due diligence è articolata in un insieme di indagini conoscitive necessarie per analizzare lo stato attuale dell'azienda e le sue potenzialità future, con lo scopo di mettere in mostra i punti di forza e di debolezza che potranno aiutare il processo valutativo e per la definizione di possibili garanzie contrattuali in sede negoziale.

Le tipiche aree oggetto di due diligence sono:

- **Economico-finanziaria:** è la verifica dei dati contabili, gestionali, analisi delle attività, passività e prospettive, controllo dell'esposizione finanziaria, analisi di sensitività del business plan, normalizzazione dei risultati economici, analisi del processo di generazione dei flussi di cassa e sostenibilità nel tempo.
- **Legale:** analisi del contesto normativo, esame dei contratti, definizione delle garanzie contrattuali, analisi dei contenziosi in essere.
- **Mercato e industriale:** analisi dei prodotti, quote di mercato, posizionamento competitivo, processi industriali e costi di produzione.
- **Ambientale:** analisi della normativa ambientale in vigore, analisi delle procedure interne previste a norma di legge.
- **Sistema informativo aziendale:** analisi della conformità del sistema informativo aziendale, identificazione di ulteriori investimenti necessari alla funzionalità del sistema.
- **Risorse umane:** analisi politiche retributive, possibili problematiche del personale, stato delle relazioni sindacali.

Grazie ad una due diligence approfondita e veritiera, le parti dell'operazione arrivano prima alla fase del negoziato, creando un risparmio di tempo e per cui di costo. Nel caso, invece, che il report non fosse del tutto veritiero e nascondesse delle passività non esplicitate, problematiche imprevedute e rischi eccessivi, porterebbe ad una revisione del prezzo finale dell'operazione e nei casi peggiori all'interruzione della trattativa (se il contratto fosse stato già siglato, tali omissioni porterebbero all'estinzione del patto, anche detto deal breakers). Al fine di evitare contenziosi e polemiche dopo la firma, è preferibile svolgere la due diligence in via preventiva anche se non sempre è possibile avere accesso completo dei dati sensibili in sede precontrattuale.

Il costo di una due diligence è a carico della parte che la commissiona e dipende da un elevato numero di variabili. Per esplicitare dei numeri, una due diligence, a seconda della dimensione delle aziende, può avere un costo che si aggira tra i 50.000 ai 800.000 euro.

Fonte Tamara Laudisio (Deloitte Financial Advisory Services)

4-Tabella riassuntiva delle variabili indipendenti

N°	Nome	Abbreviazione in Stata	Che cosa rappresenta	Metodo per il calcolo
Caratteristiche dell'accordo				
1	Dimensione relativa	dimrel	Dimensione relativa del target rispetto all'acquirente	Valore di mercato degli asset dell'obiettivo un mese prima dell'affare / Valore di mercato dell'obiettivo un mese prima dell'annuncio
2	Dimensione relativa dell'operazione	dimrelope	Dimensione dell'affare rispetto alla capitalizzazione di mercato dell'acquirente	Valore dell'accordo / Valore di mercato del patrimonio netto dell'acquirente un mese prima dell'affare
3	Durata dei negoziati	durata	Durata delle negoziazioni	La differenza in giorni tra la data effettiva e la data dell'annuncio
4	Somiglianza settoriale	dum_somset	Somiglianza dei settori in cui operano l'impresa target e l'impresa acquirente	Variabile binaria: se l'obiettivo e l'acquirente operano negli stessi settori secondo lo standard Industrial Classification -1; altrimenti - 0
5	Concorrenza	dum_conco	Mostra se vi sono uno o più potenziali acquirenti	Variabile binaria: se vi è un solo potenziale acquirente - 0; se vi sono più di un acquirente - 1
6	Metodo di pagamento	dum_pag	Mostra se il pagamento è stato eseguito in contanti o non	Variabile binaria: se il pagamento è eseguito in contanti - 1; altrimenti - 0
7	Rumored deal	dum_rumor	Mostra se vi è stata una fuga di notizie prima dell'annuncio dell'operazione	Variabile binaria: se l'operazione è rumored - 1; altrimenti - 0
Caratteristiche dell'acquirente				
1	Sinergie acquirente	dum_sinacq	Mostra se la gestione dell'acquirente ha numericamente previsto e pubblicato le sinergie future	Variabile binaria: se la direzione dell'acquirente ha previsto sinergie - 1; altrimenti - 0
2	Logaritmo del valore degli asset dell'acquirente	ln_assacq	La variabile rappresenta la dimensione dell'acquirente	Logaritmo naturale del valore di mercato delle attività dell'acquirente
3	OCF su valore delle attività	ocfassacq	La variabile rappresenta le performance operative dell'azienda	Flusso di cassa operativo (ultimo disponibile prima dell'annuncio) / Valore di mercato delle attività

4	Debito su valore totale degli asset	DEacq	La variabile riflette la leva finanziaria dell'azienda	Debito dell'azienda / valore totale degli assets
5	Fee ad operatori partecipanti	tacqfee	La variabile rappresenta il corrispettivo in percentuale per i servizi degli operatori	Valore dei fee corrisposti agli operatori / valore totale del premio
Caratteristiche dell'obiettivo				
1	Logaritmo del valore degli asset dell'obiettivo	ln_asstarg	La variabile rappresenta la dimensione dell'obiettivo	Logaritmo naturale del valore di mercato delle attività dell'obiettivo
2	OCF su valore delle attività	ocfasstarg	La variabile rappresenta le performance operative dell'azienda	Flusso di cassa operativo (ultimo disponibile prima dell'annuncio) / Valore di mercato delle attività
3	Fee ad operatori partecipanti	ttargfee	La variabile rappresenta il corrispettivo in percentuale per i servizi degli operatori	Valore dei fee corrisposti agli operatori / valore totale del premio
4	Debito su valore totale degli asset	Detarg	La variabile riflette la leva finanziaria dell'azienda	Debito dell'azienda / valore totale degli assets

5-Output Stata regressioni 1-2-3-4 con statistica F

Linear regression

Number of obs = 118
F(7, 110) = 8.58
Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.3814
Root MSE = 23.877

premio	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dimrel	-1.22192	.8024656	-1.52	0.131	-2.812218	.3683786
dimrelope	-1.375873	1.896381	-0.73	0.470	-5.134055	2.382309
durata	-.0476302	.01726	-2.76	0.007	-.0818355	-.0134248
dum_somsett	4.649466	3.739412	1.24	0.216	-2.761172	12.0601
dum_conco	16.34643	4.828163	3.39	0.001	6.778147	25.91472
dum_pag	1.704577	5.608836	0.30	0.762	-9.41082	12.81997
dum_rumor	21.62522	5.232413	4.13	0.000	11.25581	31.99464
_cons	21.34699	4.145674	5.15	0.000	13.13124	29.56274

Figura 7: Regressione con le variabili dell'accordo (1)

Linear regression

Number of obs = 118
F(5, 112) = 2.31
Prob > F = 0.0483
R-squared = 0.1503
Root MSE = 27.733

premio	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dum_sin	5.214781	6.341273	0.82	0.413	-7.349639	17.7792
ln_AssAcq	7.936559	2.608227	3.04	0.003	2.768692	13.10443
ocfassacq	44.59355	28.80021	1.55	0.124	-12.47038	101.6575
tacqfee	42.97127	17.64068	2.44	0.016	8.018534	77.92401
DEacq	3.98298	10.69183	0.37	0.710	-17.20152	25.16748
_cons	-70.15911	31.68471	-2.21	0.029	-132.9383	-7.379917

Figura 8: Regressione con le variabili indipendenti riguardanti l'impresa acquirente (2)

Linear regression

Number of obs = 118
 F(4, 113) = 4.99
 Prob > F = 0.0010
 R-squared = 0.2208
 Root MSE = 26.44

premio	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ln_AssTarg	-10.82775	3.15963	-3.43	0.001	-17.08754	-4.567948
ocfasstarg	1.736301	9.242275	0.19	0.851	-16.57431	20.04691
ttargfee	3.24631	17.21969	0.19	0.851	-30.869	37.36162
DEtarg	-13.3132	8.551344	-1.56	0.122	-30.25496	3.628551
_cons	136.0567	33.93251	4.01	0.000	68.83024	203.2831

Figura 9: Regressione con le variabili riguardanti l'impresa obiettivo (3)

Linear regression

Number of obs = 118
 F(16, 101) = 5.81
 Prob > F = 0.0000
 R-squared = 0.5333
 Root MSE = 21.643

premio	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dimrel	2.829652	1.202637	2.35	0.021	.4439435	5.21536
dimrelope	5.131022	3.806866	1.35	0.181	-2.420776	12.68282
durata	-.0259487	.0158028	-1.64	0.104	-.0572971	.0053998
dum_somsett	3.640021	3.716169	0.98	0.330	-3.73186	11.0119
dum_conco	11.74203	4.596443	2.55	0.012	2.623926	20.86014
dum_pag	-11.42135	6.712434	-1.70	0.092	-24.73701	1.894316
dum_rumor	22.05258	6.886172	3.20	0.002	8.392263	35.71289
dum_sin	2.199394	5.451106	0.40	0.687	-8.614134	13.01292
ln_AssAcq	10.94666	2.921459	3.75	0.000	5.15127	16.74205
ocfassacq	1.618328	27.50314	0.06	0.953	-52.94051	56.17717
tacqfee	5.643776	35.23705	0.16	0.873	-64.25705	75.5446
DEacq	.4332982	10.01413	0.04	0.966	-19.43203	20.29863
ln_AssTarg	-12.53982	3.141099	-3.99	0.000	-18.77092	-6.308725
ocfasstarg	.470179	5.781497	0.08	0.935	-10.99876	11.93911
ttargfee	5.082212	20.23455	0.25	0.802	-35.05769	45.22212
DEtarg	-11.11249	5.095503	-2.18	0.032	-21.2206	-1.004382
_cons	18.9071	32.97766	0.57	0.568	-46.5117	84.32589

Figura 10: Regressione con le variabili riguardanti sia l'impresa acquirente, sia obiettivo, sia l'accordo (4)

```
test durataxconco

( 1) durataxconco = 0

      F( 1, 97) = 3.67
      Prob > F = 0.0584
```

Figura 12: Test per la significatività delle interazioni.

Regressione multivariata

	(1) accordo	(2) acquirente	(3) obiettivo	(4) totale
dimrel	-1.088 (0.141)			2.770* (0.022)
dimrelope	-1.222 (0.509)			4.979 (0.190)
ln_durata	-10.32* (0.011)			-5.607 (0.069)
dum_somsett	5.113 (0.179)			3.999 (0.295)
dum_conco	16.09** (0.001)			11.64* (0.013)
dum_pag	-0.123 (0.983)			-11.68 (0.088)
dum_rumor	22.71*** (0.000)			22.56** (0.002)
dum_sin		5.215 (0.413)		2.519 (0.656)
ln_AssAcq		7.937** (0.003)		10.47*** (0.000)
ocfassacq		44.59 (0.124)		3.094 (0.911)
tacqfee		42.97* (0.016)		8.272 (0.814)
DEacq		3.983 (0.710)		-1.137 (0.909)
ln_AssTarg			-10.83*** (0.001)	-12.46*** (0.000)
ocfasstarg			1.736 (0.851)	1.071 (0.851)
ttargfee			3.246 (0.851)	0.0976 (0.996)
DEtarg			-13.31 (0.122)	-11.17* (0.033)
_cons	64.04** (0.002)	-70.16* (0.029)	136.1*** (0.000)	47.21 (0.181)
N	118	118	118	118
R-sq	0.398	0.150	0.221	0.536
adj. R-sq	0.360	0.112	0.193	0.462

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

Tabella 6: regressione multivariata con logaritmo della durata

Come si può dedurre dalla tabella 6 posta nella pagina precedente, la regressione (4) risulta essere molto simile a quella della tabella 5. Nei due casi la variabile dipendente è spiegata all'incirca allo stesso modo, infatti, il valore dell' R^2 adjusted è pari a 0.462 rispetto al 0.459 della precedente. Le variabili significative risultano essere le stesse: *dimrel*, *dum_conco*, *dum_rumor*, *ln_AssAcq*, *ln_AssTarg* e *DEtarg*. La loro relazione con il premio di acquisizione è lo stesso, cambiano solamente i coefficienti. Data la grande similarità con l'output della tabella 5, questa tabella è stata inserita nell'appendice.

Prima di giungere ai risultati presenti nelle tabelle 5 e 6, si sono eseguite numerose prove con il software Stata. Inizialmente, infatti, tutte le variabili sono state poste lineari, successivamente per rendere la forma della regressione più coerente con i dati presenti nel campione, le variabili riguardanti il valore totale degli assets dell'impresa target e dell'impresa acquirente sono state trasformate in logaritmi [$\ln_AssAcq = \ln(dimacqu)$]. Prima di eseguire tale trasformazione, si sono analizzate graficamente tutte le relazioni, utilizzando il comando "scatter" di Stata. Molto importante è stato l'inserimento nella regressione della variabile riguardante le operazioni con *rumored*; infatti, senza di essa l'analisi risultava meno significativa e le variabili presenti spiegavano in modo più approssimativo la variabile dipendente.

Bibliografia

Alexandridis, G., Petmezas D., and Travlos, N. 2010. Gains from Mergers and Acquisitions around the World: New Evidence. *Financial Management* 39: 1671-1695.

Andrade, G., Mitchell, M., and Stafford, E. 2001. New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives* 15: 103-120.

Asquith, Paul, Robert Bruner, and David Mullins, 1983, The gains to bidding firms from merger, *Journal of Financial Economics* 11, 121-139.

Bargeron, Leonce, 2005. Do shareholder tender agreements inform or expropriate shareholders? Working paper, University of Pittsburgh.

Bates, Thomas H., and Michael L. Lemmon, 2003. Breaking up is hard to do? An analysis of termination fee provisions and merger outcomes, *Journal of Financial Economics* 69, 460-504.

Bebchuk, John C. Coates, and Guhan Subramanian, 2002. The powerful anti-takeover force of staggered boards: Theory, evidence, and policy, *Stanford Law Review* 54, 887-951

Berkovitch, E., and Nayanan, M. 1993, Motives for Takeovers: An Empirical Investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 3: 347-362.

Bernile, G. and Bauguess, S. 2010. Do Merger Synergies Exist? Working Paper. University of Miami.

Betton, Sandra, and B. Espen Eckbo, 2000, Toeholds, bid jumps, and expected payoff in takeovers, *Review of Financial Studies* 13, 841-882.

Betton, and Karin S. Thorburn, 2007, Merger negotiations and toehold puzzle, *Journal of Financial Economics* forthcoming.

Betton, 2008a, Corporate takeovers, in B. E. Eckbo, ed.: *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, vol.2 chap. 15, pp.291-430

Boone, Audra L., and J. Harold Mulherin, 2007, How are firms sold?, *Journal of Finance* 62, 847-875.

Burkart, Mike, and Fausto Panunzi, 2006, Takeovers, in Ph. Hartmann X. Freicas, and C. Mayer, ed.: *Financial Markets and Institutions: An European Perspective*.

Caiazza, R., 2012. Cross-Border M&A. Determinanti e fattori critici di successo. Torino: Giappichelli editore.

- Capasso, A., Meglio, O., 2010. *Fusioni e acquisizioni. Teorie, metodi, esperienze*. Milano: Franco Angeli.
- Chou, H., G.Y. Tian, X. Yin, 2015. "Takeover rumors: returns and pricing of rumored targets," *International Review of Financial Analysis*, 41, 13-27.
- Clarkson, P.M., Joyce, D., Tutticci, I., 2006. Market reaction to takeover rumor in Internet discussion sites. *Accounting and Finance* 46, 31-52.
- Coates, John C., 200, Takeover defenses in the shadow of the pill: A critique of the scientific evidence, *Texas Law Review* 79, 271-382.
- Comment, Robert, and G. William Schwert, 1995, Poison or placebo? Evidence on the deterrent and wealth effects of modern antitakeover measures, *Journal of Financial Economics* 39, 3-43.
- Damodoran, A. 2005. *The value of synergy*. Stern School of Business.
- D'Albora, M., Tartaglia, E., 2011. *M&A Mergers and Acquisitions*: Aracne editrice.
- Devos, E., Kedapakkam, S., and Krishnamurthy, S. 2009. How do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies. *Review of Financial Studies*: 1179-1211.
- Dutordoir, M., Roosenboom, P., and Vasconcelos, M. 2010. Synergies disclosure in mergers and acquisitions.
- Eckbo, E., Giammarino, R., and Heinkel, R. 1990. Asymmetric Information and the Medium of Exchange in Takeovers: Theory and Tests. *Review of Financial Studies* 3: 651-675.
- Eckbo, B. Espen, and Herwing Langohr, 1989. Information disclosure, method of payment, and takeover premiums: Public and Private tender offers in France, *Journal of Financial Economics* 24, 363-403.
- Eckbo, B. Espen, 2013. Corporate takeovers and economic efficiency, *Finance Working Paper* n. 391, November 2013.
- Faccio, Mara, and Ronald W. Masulis, 2005. The choice of payment method in European mergers and acquisitions, *Journal of Finance* 60, 1345-1388.
- Field, L. C., and J. M. Karpoff, 2002. Takeover defenses at IPO firms, *Journal of economics* 19, 88-101.

- Fishman, Micheal J., 1988. A theory of preemptive takeover bidding, *RAND Journal of Economics* 19, 88-101.
- Goldman, Eitan, and Jun Qian, 2005. Optimal toeholds in takeover contests, *Journal of Financial Economics* 77, 321-346.
- Grossman, Sandy and Oliver Hart, 1980a. Disclosure law and takeover bids, *Journal of Finance* 35, 323-334.
- Grossman, Sanford J., and Oliver D. Hart, 1980b. Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation, *Bell Journal of Economics* 11, 42-64.
- Harford, Jarrad, 2005. What drives merger waves?, *Journal of Financial Economics* 77, 529-560.
- Hatzell, Jay C., Eli Ofek, and David Yermack, 2004. What's in it for me? CEOs whose firms are acquired, *Review of Financial Studies* 23, 121-153.
- Heron, Randall A., and Erik Lie, 2004. A comparison of the motivations for and the information content of different types of equity offerings, *Journal of Business* 77, 605-632.
- Ismail, A. 2011. Does the Management's Forecast of Merger Synergies Explain the Premium Paid, the Method of Payment, and Merger Motives. *Financial Management Journal*: 879-910.
- Jarrell; Gregg A., and Michael Bradley, 1980. The economic effects of federal and state regulations of cash tender offers, *Journal of Law and Economics* 23, 371-407.
- Jarrel, G., Poulsen, 1989. Stock trading before the announcement of tender offers: Insider trading or market anticipation? *Journal of Law, Economics, and Organization* 50, 225-248.
- Jennings, Robert H, and M. A. Mazzeo, 1993. Competing bids, target management resistance, and the structure of takeover bids, *Review of Financial Studies* 6, 883-910.
- Jensen, Michael C., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Kohers, Nino, and Ang, 2000. Earnouts in mergers: Agreeing to disagree and agreeing to stay, *Journal of Business* 73, 445-476.
- KPMG, rapporto annuale delle operazioni di M&A, dal 2015 al 2021.
- Levi, Maurice, Kai Li, and Feng Zhang, 2008. Mergers and acquisitions: The role of gender, Working paper, Sauder School of Business, University of British Columbia.

- Loderer C. and K. Martin, 1990. Corporate acquisitions by listed firms: The experience of comprehensive sample, 17-33.
- Martynova, Marina, and Luc Renneboog, 2006. Mergers and acquisitions in Europe, *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, chapter 2.
- Moeller, Sara B., Frederik P. Schlingemann, and Renè M. Stulz, 2004, Firm size and the gains from acquisitions, *Journal of Financial Economics* 73, 201-228.
- Myers, and Nicholas S. Majluf, 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Mueller 1980, *The determinants and effects of mergers: an international comparison*, Cambridge, Mas.
- Mulherin, Netter e Poulsen, 2017. The evidence on Mergers and Acquisition: A historical and modern report. *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, edited by Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach.
- Nielsen, J.F., and Melicher, R.W. 1973. A financial analysis of acquisition and merger premiums. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Officer, M. 2003. Termination Fees in Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics* 69: 431-467.
- Officer, Micah S., 2004. Collars and renegotiations in mergers and acquisitions, *Journal of Finance* 59, 2719-2743.
- Officer, Micah S., 2006. The market pricing of implicit options in merger collars, *Journal of Business* 79, 115-136.
- Rhodes-Kropf, M., and Viswanathan, S. 2004. Market Valuation and Merger Waves. *Journal of Finance* 59: 2685-2718.
- Rhodes-Kropf, M., Robinson, D., and Viswanathan, S. 2005. Valuation waves and merger activity: the empirical evidence, *Journal of Finance* 77: 561-603.
- Romano 1992, *A guide to takeovers: Theory, evidence, and regulation*, 9 *Yale Journal of regulation* 119.
- Russo, A., 2008. *Gestire un'acquisizione. Progettazione, controllo e finanziamento*. Milano: Egea.

- Schipper, Katherine, and Rex Thompson, 1983. Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms, *Journal of Financial Economics* 11, 85-119.
- Schwert, G. William, 1996, Markup pricing in mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics* 41, 153-192.
- Sherman, A., and Hart, M. 2006. *Mergers and acquisitions from A to Z*. New York: AMACOM.
- Shleifer, A., and Vishny, R. 2003. Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics* 70: 295-311.
- Shleifer, A., and Vishny, R. 1991. Takeovers in the 60s and 80s: Evidence and implications. *Strategic Management Journal* 12, 5-51.
- Snichelotto, Pegoraro 2009. Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo, rivista n.3 febbraio 2009.
- Thorburn, Karin S., 2000, bankruptcy auctions: Costs, debt recovery, and firm survival, *Journal of Financial Economics* 58, 337-368.
- T. Ubertazzi, 2008, *Il processo di acquisizione di imprese*, Padova, Cedam, p.175 e ss.
- U.S. Securities and Exchange Commission. Url: <http://www.sec.gov/>
- Vulpiani, M., 2014. *Special case of business valuation*, McGraw-Hill
- Walkling, Ralph, 1985. Predicting tender offer success: A logistic analysis, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20, 461-478.
- Zingales, Luigi, 1994. The value of the voting right: A study of the Mila stock exchange experience, *Review of Financial Studies* 7, 125-148.