



**Politecnico
di Torino**

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN INGEGNERIA GESTIONALE

**Fusioni ed acquisizioni: come si generano
sinergie operative: riduzioni di costi,
riorganizzazioni aziendali, innovazione. Con
focus sul settore automotive**

Relatore:

Prof. Riccardo CALCAGNO

Candidato:

Nicolò Maria ZAPPATA

SOMMARIO

Obiettivo della tesi	6
1 Capitolo primo: introduzione e cenni storici.....	7
2 Capitolo secondo: Condizioni che portano al fenomeno di M&A	10
2.1 La teoria neoclassica	10
2.2 La teoria comportamentale	16
3 Differenti tipi e il processo di M&A	19
3.1 Asta competitiva VS trattativa	28
3.2 L'asta competitiva problemi e progettazione	36
3.3 Il ruolo delle autorità nel processo di M&A in Europa e negli usa.....	40
3.3.1 IN EUROPA	40
4 sinergie e innovazione post M&A.....	45
4.1 produttività tra imprese quotate e private	45
4.2 Come si ottiene una maggiore produttività	56
4.3 Quando decresce la produttività	62
4.4 Efficienza investimenti e caratteristiche delle imprese.....	66
4.5 Impatto sul R&D dei M&A.....	69
4.6 Profitti degli azionisti dopo l'annuncio di M&A	75
4.7 Fallimento dei M&A	78
5 M&A nel settore automotive	80
5.1 lo stato attuale dell'industria automotive.....	80
5.2 reazione del prezzo delle azioni al M&A nella supply chain automotive	85
5.3 il caso FCA-PSA	88
6 Conclusioni.....	96
Bibliografia	99

Sitografia	100
------------------	-----

OBIETTIVO DELLA TESI

L'obiettivo dell'elaborato proposto dal Prof. Calcagno è quello di analizzare il fenomeno del merger and acquisition nella sua struttura, evoluzione e risvolti sulle aziende che ne prendono parte.

Dopo un breve cenno alla storia dei M&A si passerà all'analisi delle condizioni che portano le aziende ad intraprendere un M&A, in seguito si analizzerà il processo e i vari tipi di M&A e chi sono gli acquirenti e chi sono i target e infine si prenderà in analisi le sinergie che si creano dopo tale fenomeno e si farà un breve focus sul settore automotive.

1 CAPITOLO PRIMO: INTRODUZIONE E CENNI STORICI

Con il termine mergers and acquisitions (M&A) si indica nella finanza d'impresa una transazione che prevede che la proprietà delle imprese, l'organizzazione delle imprese o le loro unità operative delle imprese coinvolte sono trasferite o unificate in un'altra impresa.

Con il termine mergers, in italiano "fusioni", si indicano quelle operazioni che hanno come input due o più imprese e come output una singola impresa e nessuna delle imprese di input rimane indipendente.

Con il termine acquisitions, in italiano "acquisizioni", si indicano le operazioni di acquisto di una parte o completamente di un'impresa da parte di un'altra impresa. Di solito con il termine acquisizione si indica l'acquisto di un'impresa più piccola da parte di una più grande.

Tra le varie tipologie di merger possiamo distinguerne tre tipi fondamentali:

- Orizzontale, ossia quando due imprese dello stesso settore si fondono in modo da ottenere delle sinergie come l'acquisizione di nuove fette di mercato o risparmio sui costi.
- Verticale, quando un'impresa acquista chi sta a valle o a monte della sua supply chain, questo tipo di operazione si effettua per avere un risparmio sui costi indiretti e per sfruttare le economie di scala
- Conglomerate, ovvero quando due imprese operanti in settori ed aree geografiche diverse si uniscono per fondare una nuova entità giuridica con un business diverso rispetto alle imprese che si sono fuse. Gli azionisti delle prime due società avranno delle quote della nuova impresa, salvo che avvenga il recesso tra le parti.

Possiamo invece distinguere le acquisition nella seguente modalità:

- Takeover, quando un'impresa viene completamente acquistata da un'altra impresa o compagnia. L'operazione può essere classificata come friendly (amichevole) se la proprietà o il management dell'azienda acquisita è favorevole e dà l'assenso all'operazione o hostile (ostile) se l'operazione avviene quando la proposta di acquisizione viene rifiutata dall'impresa che deve essere acquisita.
- Consolidation, quando due o più imprese si uniscono per formare una nuova impresa e nessuna delle imprese originarie rimane nel mercato.

La storia delle M&A si concentra soprattutto al suo inizio negli USA, gli economisti, poiché le fusioni e acquisizioni sono dei fenomeni ciclici, raggruppano la storia delle M&A in sei ondate le cosiddette "mergere waves".

La prima ondata è detta "The Great Merger Movement" ed è la prima grande ondata di fusione e acquisizioni e va dal 1885 al 1904 circa. L'esplosione di questo fenomeno è data dall'estensione delle reti dei trasporti e delle comunicazioni, questi fenomeni hanno portato a diverse fusioni e acquisizioni soprattutto orizzontali e alla nascita delle prime grandi corporation. Del 1890 è infatti lo Sherman Antitrust Act, la prima antitrust al mondo che permette al governo statunitense di poter regolare il fenomeno e limitare i monopoli e i trust.

La seconda ondata avviene tra il 1916 e il 1929, cioè tra il primo dopo guerra e la caduta della borsa di Wall Street nel cosiddetto martedì nero. In questo periodo avvengono operazioni principalmente di tipo verticale ed è in questo periodo che si formano grandi corporations come General Motors e IBM.

La terza ondata che va dal 1960 al 1970 in cui si ha una buona crescita economica ed è in questo periodo che si registra il numero più elevato di sempre di operazioni di M&A in USA. Si sono effettuate in questo periodo operazioni soprattutto conglomerale con l'obiettivo di diversificare i business e mitigare il rischio d'impresa. In Europa invece si hanno soprattutto operazioni di tipo orizzontale.

La quarta ondata che va dal 1980 al 1989 è caratterizzata invece da una grande diffusione di OPA e di scalate ostili, l'unico fine era quindi di comprare una società per poi rivenderla e trarne del profitto. In Europa si cerca attraverso operazioni di

M&A di avere imprese che siano grandi abbastanza per il cambiamento che il mercato richiede.

La quinta ondata che va dal 1992 al 2000 si contraddistingue per i cosiddetti “megamerger”, cioè si sono avute delle operazioni di concentrazioni per creare sinergie ed espandersi in mercati esteri e quindi abbiamo anche i “crossborder mergers” e quindi l’inizio dell’esistenza di imprese presenti a livello globale. Appartengono a questa ondata operazioni come Chrysler e Daimler Benz.

La sesta e ultima ondata che va dal 2003 al 2009 si sviluppa in grande periodo di espansione. La crescita del fenomeno è aiutata dal sempre più facile reperimento di finanziamenti. Si è avuta una forte crescita delle operazioni di tipo cross-border che coinvolgevano sia Europa che Asia in quasi tutti i settori. La crisi finanziaria del 2007-2008 causata dalla crisi dei mutui subprime e il fallimento della banca di investimenti Lehman Brothers rallenta e quasi blocca il fenomeno delle fusioni e acquisizioni diminuendo sensibilmente il valore delle operazioni effettuate e gli operatori del mercato assunsero un atteggiamento più prudente nell’affrontare ogni singola operazione.

2 CAPITOLO SECONDO: CONDIZIONI CHE PORTANO AL FENOMENO DI M&A

Nel tempo gli economisti hanno molto dibattuto sulle motivazioni che portano alla nascita di una “wave” di M&A. Gli economisti hanno sviluppato nel corso del tempo diversi studi sul fenomeno. Inizialmente approfondiremo le due principali teorie in merito alla questione, la teoria neoclassica e la teoria comportamentale.

2.1 LA TEORIA NEOCLASSICA

La teoria neoclassica sostiene che dei cambiamenti del contesto economico portano ad una riorganizzazione industriale, quindi qualsiasi cambiamento tecnologico, regolatorio o un qualsiasi shock economico porta le imprese a reagire in modo da riallocare nel modo migliore gli asset attraverso mergers e acquisizioni totali o parziali di altre imprese e sia ha un clusters di attività dei managers che competono tra loro per poter allocare gli asset con la miglior combinazione possibile.

Un sostenitore della teoria neoclassica è Micheal Gort che pubblicò nel 1969 il suo studio “An economic disturbance theory mergers”. In questo studio l’economista sostiene che ogni transazione viene effettuata per due motivi principali, il primo è che il valore combinato delle imprese dopo un mergers aumenti e come secondo che gli attori del mergere hanno una valutazione differente degli assets in gioco ed ogni attore ha un’aspettativa di aumento del benessere come risultato del merger. Il merger avviene se colui che acquista ha una valutazione maggiore degli assets rispetto a colui che vende o se il compratore ritiene che il surplus che potrà avere come investitore su dei determinati assets siano maggiori di qualsiasi altro asset presente sul mercato. Necessario per l’avvenuta di un M&A è quindi la presenza di una discrepanza del valore degli assets da parte di chi compra o vende o sugli assets

presenti sul mercato. Gort cercò di capire da dove deriva la discrepanza che si ha al momento dell'operazione. Egli sostiene che queste discrepanze sono create da "economic disturbance", ossia i cambiamenti nell'ambiente economico in quanto ogni cambiamento altera in maniera casuale le aspettative degli individui e che gli "economic disturbance" rendono meno prevedibile il futuro con la conseguenza che aumenta la varianza sulle valutazioni. La varianza sulle valutazioni aumenta principalmente perché le informazioni rispetto del passato sono meno robuste per avere delle previsioni sul futuro, avendo un aumento del range delle previsioni effettuate dagli investitori, questo avrà l'effetto che la varianza delle valutazioni di proprietari e managers aumenta e quindi che un probabile compratore attribuisca ad un asset un valore maggiore rispetto al suo proprietario o di chi ne detiene il controllo.

Il contesto economico può subire svariati shock, il più comune è sicuramente il cambiamento tecnologico che può portare alla richiesta di nuovi prodotti o al cambiamento dei processi produttivi dei prodotti esistenti. Il cambiamento tecnologico rende meno prevedibile il costo di ogni prodotto e il volume che ne bisogna produrre come output perché le informazioni sul passato non riflettano le condizioni presenti e future. Di conseguenza sia ha una varianza delle valutazioni degli investitori che a sua volta porta ad un aumento dei mergers. Il movimento sia in positivo e in negativo del valore delle azioni aumenta la dispersione della valutazione delle imprese avendo come conseguenza l'aumento dei mergers. Un'impresa che opera in un mercato con basse barriere all'entrata avrà un valore pari circa al valore dei suoi assets tangibili invece, un'impresa che opera in un mercato con alte barriere all'entrata avrà un valore superiore rispetto al valore dei suoi asset tangibili. Questa differenza tra il valore degli asset tangibili e il valore dell'impresa può essere quantificata in maniera diversa dal compratore e il venditore, condizione che secondo l'autore porta ad un aumento dei mergers quindi, è più facile che si possa avere una discrepanza tra i valori attribuiti alle imprese e quindi maggiori mergers quando le imprese operano in un mercato con alte barriere all'entrata. Un obiettivo dei merger è quello di ridurre la competizione in un settore, questo avviene quando il mercato non cresce,

perché in un mercato in crescita un'impresa può aumentare la sua capacità senza intaccare la competizione nel mercato invece, se il mercato non sta crescendo si ha un aumento dei merger che intendo prevenire un aumento della competizione.

Un altro fattore molto discusso per l'avvento di un merger è l'economia di scala. Un merger che avviene per raggiungere l'economia di scala avviene quando il settore non sta crescendo, poiché se il mercato crescesse sarebbe abbastanza semplice raggiungere il minimo dei costi invece se non si potrebbe raggiungere facilmente l'obiettivo se il mercato non cresce, diventa quindi attrattivo un merger per raggiungere l'output necessario per avere il minimo dei costi. Per i motivi prima citati abbiamo quindi che in un'economia che non cresce aumenta la frequenza dei mergers per raggiungere l'economia di scala.

Un altro fattore economico che può portare dei cambiamenti è lo shock positivo di domanda per alcuni settori. Maksimovic e Phillips hanno notato come negli USA nel periodo tra il 1974 e i 1992 hanno cambiato proprietà circa il 3.89% degli impianti manifatturieri raggiungendo dei picchi del 6.19% durante gli anni in cui l'economia è in espansione. Gli studiosi partono dall'affermare che alcune imprese sono più produttive di altre riuscendo ad eguagliare il beneficio marginale al costo marginale aggiustando la quantità del loro output, raggiungendo questa condizione e aumentando il prezzo degli output gli impianti più produttivi riescono ad ottenere più guadagni trovando ottimo comprare i impianti di imprese meno produttive nello stesso settore.

Attraverso i dati del Longitudinal Reserch Database (LRD), costruito dal Centro per gli Studi Economici al Bureau Census, il quale contiene i dati relativi agli impianti di circa 50000 imprese manifatturiere hanno trovato che le acquisizioni seguono il pattern da loro ipotizzato. Hanno empiricamente dimostrato che gli assets vengono venduti più facilmente quando l'economia ha uno shock positivo di domanda, gli assets sono meno produttivi in confronto al benchmark del loro settore, quando l'asset è il meno produttivo della divisione o infine quando l'asset è di proprietà di un'impresa che ha impianti più produttivi in altri settori. Hanno dimostrato che in

seguito a questo pattern vi è un aumento della produttività negli assets trasferiti. Solitamente vengono vendute le divisioni periferiche di un'impresa, gli studiosi trovano che è raro che venga venduto la principale divisione di un'impresa che costituisce il core business, dove l'impresa è anche più efficiente. Si può dedurre quindi che il mercato degli assets porta a un migliore ricollocamento degli impianti da imprese meno efficienti a imprese più efficienti a seguito di uno shock positivo di domanda.

Altri autori hanno esaminato come altri tipi di shock come la variazione di politica monetaria impatta sul fenomeno dei M&A. Adra, Barbopoulos, Saunders nel loro lavoro "The impact of monetary policy on M&A outcomes" hanno analizzato 12350 imprese che sono state annunciate come target da imprese quotate statunitensi che avessero acquisito almeno il 50% della società target una volta conclusosi l'accordo, per il periodo compreso tra il 1° gennaio 1986 e il 31 dicembre 2017. L'incertezza della politica monetaria impatta in diversi modi sui M&A, tra i tanti modi possiamo citare la valutazione delle azioni da parte degli investitori per il potenziale M&A, il rischio del valore potenziale dell'operazione e il costo di eventuali operazioni finanziarie, tutti fattori che portano gli investitori a comportarsi in maniera prudente. L'impatto dell'incertezza della politica monetaria viene misurata tramite il costo finanziario atteso il quale a sua volta viene ricavato dalla differenza tra il tasso dei fondi federali statunitensi e il tasso naturale stimato da Lubach e Williams (2003).

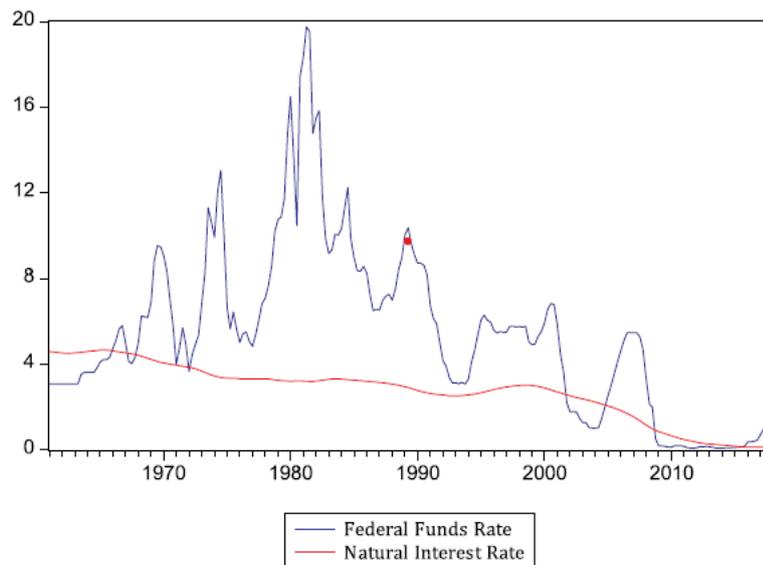


Figura Variazione del tasso sui fondi federali e del livello di interesse naturale stimato da Laubach e Williams (2003), Adra, Barbopoulos and Saunders, The impact of monetary policy on M&A outcomes

Viene usato quindi la differenza tra i federal funds rate e il tasso naturale per misurare gli shocks monetari. Una differenza positiva indica uno shock monetario dato da una politica espansiva invece, una differenza negativa indica una politica monetaria restrittiva. Gli studiosi per misurare l'impatto della politica monetaria sugli investimenti hanno usato l'indice BBD creato da Baker et al. (2016). L'indice è costruito sulla media normalizzata di tre fattori: un fattore costruito sugli articoli di informazione che contengono parole legate all'incertezza, il valore attualizzato dei ricavi dato dagli effetti di provvedimenti fiscali a scadenza nel prossimo futuro e una stima sulla dispersione delle previsioni della spesa pubblica e l'indice dei prezzi al consumo.

Come si può notare nel grafico successivo un'alta incertezza della politica monetaria corrisponde solitamente anche un'alta incertezza sulla politica generale portata dai governi.

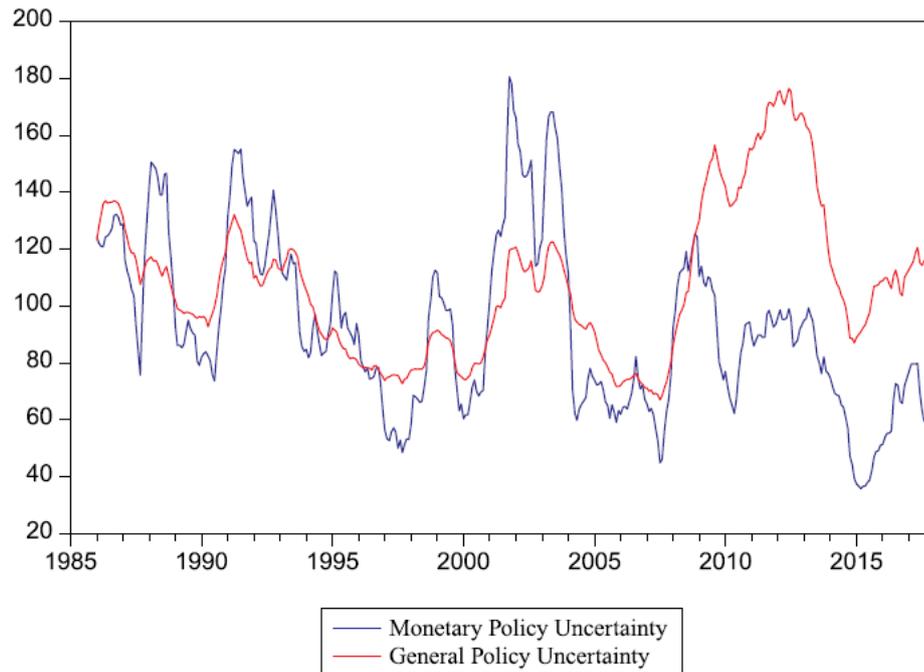


Figura 1 Variazione temporale dell'incertezza politica monetaria e generale, Adra, Barbopoulos and Saunders, The impact of monetary policy on M&A outcomes

Le serie storiche dello studio evidenziano un ruolo importante della politica monetaria rispetto alle attività di M&A., questo tipo di attività sono molto correlate ai tassi dei fondi federali, una restrizione dei fondi federali diminuisce significativamente le attività di M&A e storicamente questo è avvenuto per un massimo di cinque trimestri.

Gli studi sopracitati sono una piccola parte della letteratura presente in merito, ciò fa capire la consistenza e la robustezza che hanno questi studi anche grazie alle evidenze empiriche trovate.

2.2 LA TEORIA COMPORTAMENTALE

Molti studi hanno recentemente trovato altre correlazioni sul perché si avvii un'attività di merger, si è trovata in particolare una correlazione positiva tra le valutazioni delle azioni e l'attività di merger.

Questo filone di studi si rifà alla cosiddetta teoria comportamentale, la quale afferma che un merger avviene quando i managers delle imprese implicate nei mergers usano azioni sopravvalutate per poter acquisire gli asset di aziende non così performanti.

Per generare una wave è necessario quindi che un elevato numero di imprese abbiano azioni sopravvalutate. La teoria neoclassica sostiene che da uno shock esterno si arriva al merger attraverso il cui si ha una ricollocazione più efficiente delle risorse invece, nella teoria comportamentale non vi è nessuna predizione su un eventuale miglioramento dell'efficienza post merger.

Uno studio in merito è stato fatto da Rhodes-Krops e Viswanathan i quali si sono chiesti appunto perché vi sono periodi con alte concentrazione di M&A e altri periodi di bassa concentrazione, nel 1963-64 vi sono stati 3311 annunci di acquisizione contro gli oltre 10000 del periodo 1968-1969. Hanno notato inoltre che nei tempi più recenti vi è sempre un uso più considerevole delle azioni come metodo di pagamento dell'operazione, per esempio nel 1998 sono state usate azioni per il 68% delle operazioni contro il 24% del 1990. Questo tipo di operazione, cioè di usare azioni come metodo di pagamento per l'acquisizione era un metodo molto diffuso soprattutto a fine degli anni Novanta per le compagnie dedite ad attività tecnologiche come software computer. Degli esempi possono essere l'acquisizione di Time Warner da parte di America Online, avvenuta in un accordo dove il pagamento è avvenuto tramite azioni che erano sopravvalutate in quanto le azioni di America Online crollarono di prezzo dopo l'annuncio dell'operazione, passando da 73.75\$ a 27.28\$. Altre aziende tecnologiche

come Cisco hanno usato questo metodo per operazioni di M&A.

Nel loro modello i managers hanno informazioni riservate sul valore delle loro imprese che sono sul mercato e sia i managers dell'impresa target che dell'impresa acquisitrice hanno un'idea delle sinergie che si possono creare post merger, si ha comunque una difficoltà a stimare con precisione le sinergie che si creeranno e si incorre quindi in un errore di valutazione delle azioni che porta il management ad accettare o meno la fusione o l'acquisizione. Quindi il punto critico del processo è la valutazione delle sinergie che si creano dopo l'operazione perché spesso la valutazione sbagliate delle future sinergie porta anche ad un errore di valutazione delle azioni che vengono usate come pagamento per concludere l'affare.

Un manager, per esempio, ha informazioni sulla stima delle vendite del suo prodotto; quindi, ha una piena coscienza delle informazioni della sua impresa a sé stante, ma egli non può conoscere se nel breve periodo ci sarà una crisi finanziaria o il mercato del suo prodotto avrà una tendenza inversa alle aspettative, in generale non ha informazioni complete sull'intera economia all'esterno dell'impresa che dirige o sulle altre imprese che operano sullo stesso mercato.

L'ondata delle operazioni di M&A deriva anche dalle reazioni del mercato razionale, il quale dopo ogni operazione avvenuta attraverso pagamento in azioni sopravvalutate aggiusta i prezzi delle azioni stesse diminuendo la probabilità che avvenga un'altra operazione ma ogni operazione che si conclude aumenta la probabilità che le sinergie che si creeranno siano alte continuando così una sopravvalutazione delle azioni data da una stima errata delle sinergie future, quindi si entra in un loop che si conclude solo quando il mercato realizza il valore reale delle sinergie, un'ondata di fusioni e acquisizioni potrebbe quindi in qualche modo predire in qualche modo un crollo del mercato nel momento in cui esso si scontrerà con il vero valore delle sinergie.

Parallelamente gli studiosi hanno condotto una ricerca sulle operazioni di M&A concluse attraverso il pagamento in contanti e hanno trovato che in questi casi le operazioni non hanno un problema minore riguardante l'errore di valutazione delle sinergie in confronto alle operazioni concluse con il pagamento in azione che

vengono di solito concluse in mercato sopravvalutati. Non vi è un metodo migliore o peggiore di pagamento ma empiricamente si è trovato come anticipato che il pagamento in contanti avviene in mercati sottovalutati.

Il loro studio porta a dire che spesso le ondate di M&A avvengono quando di ha un errore di valutazione delle sinergie future e nonostante ogni singola operazione sia effettuata per cause esterne come cambiamenti tecnologici o di regolamentazione motivi che non raccontano però tutta la storia di ogni operazione di M&A. Avvengono spesso operazione sopravvalutate perché i manager hanno un orizzonte molto piccolo e sono interessati ai profitti nel breve periodo.

La teoria comportamentale per quanto detto in precedenza fa le seguenti previsioni:

- Le wave di M&A avverranno in un momento in cui si hanno rendimenti azionari più elevati del solito.
- Poiché le wave non avvengono a causa di fattori esterni come shock economici, cambiamenti tecnologici o regolatori, non ci sarà un particolare evento che precedete l'ondata di M&A
- Le operazioni di M&A si concluderanno prevalentemente usando azioni come metodo di pagamento
- Il metodo di pagamento saranno azioni sopravvalutate e quindi si avrà che le transazioni in contanti non sono comuni e si avrà solo qualche transazione sporadica in contanti.

Sintetizzando si hanno quindi due teorie che trovano in cause diverse l'inizio di una wave di M&A. Se da un lato l'ipotesi neoclassica afferma che un'ondata avvenga per uno shock esterno come una deregolamentazione o dei cambiamenti tecnologici e avviene per avere una migliore riallocazione degli asset e incrementare le performance industriali, dall'altro abbiamo gli studiosi che sostengono la teoria comportamentale che le ondate avvengono per un'errata valutazione delle sinergie future e vengono compiute da dei managers che hanno orizzonti nel breve periodo i quali usano azioni sopravvalutate per concludere le operazioni che non portano sistematicamente ad un miglioramento delle performance delle imprese

3 DIFFERENTI TIPI E IL PROCESSO DI M&A

Dopo aver analizzato i principali motivi che spingono le aziende a coinvolgersi in un M&A andremo ad analizzare il processo e i principali attori coinvolti nel processo in un M&A. Il processo per arrivare a conclusione deve seguire dei passaggi precisi che vede coinvolte tante persone che vanno dai dipendenti e dirigenti delle aziende coinvolte fino agli operatori e consulenti finanziari che operano affinché avvenga il closing dell'operazione, che mediamente avviene in un tempo tra i nove e i dodici mesi.

Possiamo individuare tre tipi di vendita delle aziende:

- Vendita privata
- Asta competitiva
- Asta informale

Nonostante il tipo di vendita sia diverso si possono individuare dei punti comuni nel processo che porta al closing delle operazioni.

Come primo passo da compiere vi è quello di inquadrare un target di aziende che possano essere dei potenziali acquirenti dell'azienda cioè altre imprese che possano essere compatibili a livello organizzativo e finanziario, si individua così una lista di possibili acquirenti con cui vengono i primi contatti che devono mantenere però una grande riservatezza. Possiamo dividere in due grandi categorie gli acquirenti che vengono contattati in prima battuta:

Industriale: ovvero una società che opera nello stesso settore della società in vendita che potrebbe quindi essere interessata ad espandere le proprie quote di mercato integrandosi orizzontalmente o se la società si trovasse a monte o a valle della supply chain integrandosi verticalmente. Spesso questo tipo di compratore potrebbe anche pagare un prezzo maggiore rispetto a quello di mercato per acquisire l'azienda in quanto ne potrebbe trarre molti vantaggi da un'eventuale M&A.

Finanziario: di solito si tratta di fondi di private equity o venture capital che di solito disinvestono dall'impresa dopo un po' di anni in modo da trarne un rendimento dal capitale investito: questo tipo di acquirente può essere una soluzione quando l'azienda punta su un'espansione ed è necessario un afflusso di capitale esterno e i fondi d'investimento possono o meno decidere di inserire loro manager nell'organico aziendale.

Completata la lista viene mandata ai potenziali acquirenti l'*approach letter*, ossia una lettera in cui si racconta la possibilità dell'operazione e se interessata l'azienda che riceve la lettera procede con il dare il proprio riscontro.

Dopo il primo approccio si mette a conoscenza alle aziende che hanno dimostrato un primo interesse le caratteristiche dell'azienda oggetto dell'operazione tramite un profilo anonimo con settore di riferimento e principali dati finanziari. Contestualmente viene anche stipulato un accordo di riservatezza in modo da formalizzare i primi passi dell'operazione e far sì che i dati che verranno comunicati restino confidenziali e non vengano diffusi, un'eventuale diffusione di una qualsiasi voce o dato sull'operazione potrebbe compromettere tutto il processo di M&A.

Il passo successivo è la condivisione della cosiddetta *information memorandum*. In questo documento vengono comunicati più nel dettaglio il profilo dell'azienda che è oggetto dell'operazione, i principali dati riportati nel documento sono:

- Profilo societario
- Dati economici finanziari
- Tipologia di prodotti e mercato di riferimento
- Organizzazione aziendale
- Impianti in possesso

Si procede con la *lettera di intenti*, è un momento molto importante dell'operazione poiché è il documento dove si definiscono per iscritto i principali termini e condizioni

dell'operazione che i due contraenti devono rispettare e diventa come una guida per l'operazione. I dati dettagliati nel documento sono:

- Le parti contraenti
- L'oggetto dell'operazione
- Il prezzo dell'operazione (che può essere soggetto a variazioni dopo *due diligence*)
- Le modalità di pagamento

Questo documento risulta un documento atipico in quanto anche se è un documento precontrattuale e definisce molti aspetti dell'operazione non è vincolanti per le parti tranne per tre aspetti:

- Trattamento riservato dei dati dell'impresa target
- Obbligo di esclusiva, ovvero che l'impresa oggetto dell'operazione non può intraprendere altre trattative per un periodo stabilito nella lettera
- Obbligo di rispettare le clausole di *stanstill*, cioè l'impresa oggetto dell'operazione non deve svolgere attività straordinarie durante la durata dell'operazione

In questo documento viene stabilito quanto tempo ha il compratore per effettuare le sue indagini ovvero la *due diligence* e poter passare allo step successivo.

La due diligence è un processo di analisi delle imprese che sono coinvolte in un'operazione di M&A, l'analisi viene fatta per avere un quadro chiaro e preciso dello stato dell'impresa in vendita o delle imprese coinvolte in una fusione. Le analisi vengono svolte su diversi fronti come

- Mercato e industriale: vengono analizzati i processi produttivi aziendali e il loro grado di innovazione, i prodotti, le quote di mercato e gli eventuali investimenti necessari.
- Economico – finanziaria: vengono analizzate le principali voci contabili dell'azienda come attività e passività, esposizione verso gli istituti di credito, cash flow.

- Legale: vengono controllati i contratti in essere e il quadro normativo del settore o del paese se l'azienda si trovasse in un paese estero
- Fiscale: viene analizzata la situazione fiscale attuale e futura dell'azienda e la struttura fiscale aziendale post operazione
- Ambientale: viene analizzato il quadro normativo ambientale e il rispetto delle norme da parte dell'azienda e vengono analizzate che le procedure interne siano aderenti alle norme.
- Sistema informativo aziendale: viene analizzato l'efficienza del sistema, che sia integrato con tutti i processi ed eventuali investimenti necessari per il miglioramento di esso
- Risorse umane: vengono analizzati gli aspetti organizzativi delle risorse, la politica sulle retribuzioni ed eventuali problematiche che si riscontrano nel personale.

La due diligence è un passo molto importante nel processo, richiede anche uno sforzo di risorse umane ed economiche molto importanti e se è stata svolta un'analisi approfondita e indipendente permette alle parti di arrivare al tavolo delle trattative con un'idea molto chiara di quali siano i valori in gioco e dal risultato della due diligence si può avere anche una variazione drastico sul prezzo dell'operazione o se l'analisi ha trovato gravi lacune in alcuni aspetti può portare alla rescissione degli accordi pre contrattuali e far saltare l'operazione.

Lo step fondamentale affinché l'operazione di M&A sia riconosciuta a livello legale è il *contratto di compravendita* come da articolo 2556 del Codice civile. Il contratto di compravendita prevede dei passaggi ben precisi in modo da evitare che operazione di M&A diano vita a fenomeni criminali, alcuni passaggi obbligatori sono per esempio che il contratto sia redatto in forma scritta, depositato in forma di atto pubblico o scrittura privata autenticata per essere registrata al registro delle imprese e che vi sia un atto notarile che dettagli alcuni elementi come parti contraenti e prezzo.

Dopo aver quindi concluso la due diligence si stipula il contratto di compravendita con il quale si definiscono i seguenti elementi:

- Dati anagrafici contraenti
- Prezzo e condizioni di pagamento dell'operazione

- Elementi patrimoniali coinvolti nell'operazione
- Condizioni sospensive e risolutive del contratto
- L'obbligo del venditore di non condurre operazioni straordinarie durante il periodo di vendita
- L'obbligo di non concorrenza da parte del venditore, l'art. 2557 regola che il venditore per una durata di cinque anni non può intraprendere una nuova attività imprenditoriale in modo da non sviare la clientela dalla vecchia impresa. Il contratto può rafforzare o indebolire questo aspetto ma la durata di tale clausola è regolata in massimo cinque anni.
- Eventuali opzioni di acquisto e vendita

Abbiamo quindi analizzato le parti comuni alle diverse tipologie di trattativa , procediamo quindi a descrivere ed analizzare le peculiarità di ogni tipo di trattativa che si può imbastire che abbia come obiettivo un M&A. Possiamo distinguere tre tipologie:

- Asta competitiva
- Asta informale
- Trattativa privata

La trattativa privata è la trattativa più veloce di tutte in quanto chi vende ha bene già in mente chi potrebbe essere un acquirente idoneo. Portare avanti questo tipo di trattativa richiede molti meno sforzi a livello documentale e formale in quanto avendo solo due parti a confronto è un tipo di operazione più flessibile che si può plasmare a seconda delle caratteristiche e della volontà delle parti. Il risparmio di tempo che si ha nel concludere la trattativa può essere un grande vantaggio per le imprese che vengono distratte un tempo minore dalle loro attività operative. Dall'altro canto la trattativa con una sola controparte può portare a basso potere contrattuale e ad un confronto su più acquirenti che potrebbe portare a un rilancio per il prezzo d'acquisto dell'impresa. I principali passaggi che si seguono in questo tipo di trattativa sono:

- Ricerca e selezione dell'acquirente
- Invio del profilo anonimo per testare un eventuale interessamento
- In caso di interesse, firma dell'accordo di riservatezza e information memorandum
- Firma della lettera di intenti
- Svolgimento del due diligences
- Negoziazione e firma del contratto di compravendita
- Closing, ossia il passaggio delle azioni o quote societarie da una controparte all'altra

L'asta competitiva invece deve seguire delle rigide procedure e dei rigidi passaggi per garantire la trasparenza dell'operazione richieste dalle norme che regolano i M&A. Quindi se da un lato si ha la possibilità da parte del venditore di valutare tante offerte e che vi siano dei rilanci da parte degli acquirenti in modo da poter massimizzare anche il profitto dalla vendita, dall'altro canto si hanno degli svantaggi in quanto vengono pubblicizzati a diversi attori dati sensibili sull'azienda che può creare tensioni su diversi fronti sia interni che esterni all'azienda. Si procede con un'asta competitiva di solito per aziende in salute e appetibili sul mercato, le quali avranno sicuramente la capacità di attrarre diversi acquirenti, non si procede invece con questo tipo di trattativa per aziende piccole e non in salute in quanto nella maggior parte dei casi tali aziende non riuscirebbero ad attrarre un numero rilevante di offerte. I rigidi passaggi che si devono rispettare sono i seguenti

- Annuncio
- Diffusione dell'accordo di riservatezza e della procedure letter per chi ha risposto positivamente all'annuncio
- Consegna agli interessati dell'information memorandum, documento che deve essere redatto con estrema cautela perché vengono diffusi dati sensibili dell'impresa ad un numero alto di potenziali acquirenti
- Offerta potenziale o non-binding offer, ovvero una prima offerta dai potenziali acquirenti alcuni potrebbero ritirarsi dopo l'information memorandum non presentando alcuna offerta

- Creazione della short list dei potenziali acquirenti e diffusione di ulteriori dati sull'impresa in vendita
- Organizzazione del management meeting, ovvero un incontro tra i manager dell'impresa che è in vendita e i managers delle imprese potenziali acquirenti.
- Offerta vincolante o binding-offer da parte degli acquirenti in short list. Ogni potenziale acquirente non sa quale sia l'offerta delle altre imprese
- Scelta dell'acquirente tra quelli che hanno presentato l'offerta in short list con cui procedere a trattativa privata
- Lettera d'intenti
- Due diligence, ovvero il processo con il quale l'acquirente verifica i principali dati e documenti sull'azienda che sta per acquisire
- Firma del contratto di compravendita
- Closing

La terza via che si può scegliere è quella dell'asta informale, questo tipo di trattativa si svolge con gli stessi passaggi dell'asta competitiva, la differenza sta però che gli eventuali partecipanti all'asta vengono scelti a monte del processo, avendo così una platea meno numerosa e più mirata all'operazione e si possano avere dei contatti tra i managers delle imprese coinvolte prima dell'offerta vincolante. Il vantaggio di questa tipologia di trattativa consiste in tempi ridotti rispetto ad un'asta competitiva formale e porta con sé dall'asta competitiva il vantaggio di poter massimizzare l'offerta o se non si volesse massimizzare l'offerta il venditore potrebbe scegliere l'acquirente anche su altri fattori che non siano esclusivamente economici specialmente se la vecchia proprietà continuerà a partecipare alla vita aziendale anche dopo la chiusura dell'operazione, un ulteriore vantaggio consiste nella poca diffusione dei dati aziendali nella prima parte dell'operazione e quindi una maggiore privacy in quanto la platea dei partecipanti all'asta è molto ristretta. Lo svantaggio principale di questo tipo di operazione può riguardare principalmente la gestione dell'operazione in quanto rispetto a quanto succede per l'asta competitiva formale non si ha un percorso rigido da seguire quindi sta anche nella bravura dell'advisor saper gestire e concludere al meglio l'operazione.

Processo di acquisizione

Andiamo ora ad analizzare il caso in cui un'impresa ne voglia acquisire un'altra. L'operazione di acquisizione è un'operazione molto delicata, spesso si ci procede a questi tipi di operazioni soltanto per aumentare gli asset aziendali e le quote di mercato non valutando bene i rischi che si possono incontrare e come spesso è accaduto nella storia l'operazione non porta i risultati attesi, le valutazioni vanno portate avanti su diversi fronti e non bisogna per forza acquisire la società migliore presente su quel determinato settore in quanto si potrebbe pagare un prezzo per l'acquisizione troppo elevato che non si riuscirebbe poi a sostenere o sarebbe impossibile dare del valore aggiunto in quanto l'impresa acquisita rappresenta già l'eccellenza nel settore portando a far diminuire le performance della società. E' necessario seguire degli step precisi per portare a termine un sana operazione di acquisizione, step che verranno dettagliati di seguito.

Analisi strategica preventiva

In questa prima fase è necessario impostare strategicamente l'operazione, ovvero bisogna trovare una collocazione valida dell'operazione all'interno del mercato in cui si opera, è necessario avere chiari gli obiettivi a cui punta l'operazione così da definire l'impresa target ideale. L'impresa target ideale che bisogna individuare deve avere delle caratteristiche ben precise, ovvero vi deve essere una chiara compatibilità tra le due aziende a livello di visione e organizzazione aziendale, l'impresa target deve avere un costo d'acquisizione che sia compatibile con l'investimento che l'azienda acquisitrice vuole compiere. È fondamentale quindi il compito degli advisor che attraverso il loro networking e le loro conoscenze del mercato possano trovare l'impresa target che meglio si sposi con le esigenze dell'azienda acquisitrice. Altrettanto importante è cercare eventuali alternative se la principale impresa target non sia disponibile ad un'operazione di M&A.

Negoziazione

Una volta individuata l'azienda target e avviati i primi contatti si stipula un accordo su la non diffusione dei dati sensibili di entrambe le aziende e ratifica un accordo sul range di prezzo dell'acquisizione. Il range di prezzo viene stabilito con le ormai

consolidate metodologie come discounted cash flow, multipli di borsa ecc. Deve essere valutato con estrema precisione il piano finanziario dell'operazione in modo da valutare la rischiosità e la convenienza dell'operazione. Viene fissata nella lettera d'intenti il tempo massimo in cui si deve chiudere l'operazione e vengono fissati i criteri per la due diligence.

Due diligence e stipula del contratto di compravendita

Gli advisor in questo step hanno il compito di compiere un'analisi dettagliata sull'impresa target in modo da verificare se le informazioni precedentemente acquisite siano corrispondenti al vero attraverso l'analisi più approfondita della due diligence. Con la due diligence si è in grado anche di valutare se il range di prezzo concordato in fase iniziale sia congruo con la situazione economico finanziaria dell'azienda target. Effettuate tutte le relazioni di due diligence su tutte le unità aziendali e valutate positivamente dall'acquirente dettagli già elencati nei paragrafi precedenti come ragione sociali dei contraenti, prezzo e modalità di pagamento dell'operazione, patto di non concorrenza ecc.

Assistenza post-acquisizione

A valle di tutto il processo di acquisizione vi è una fase molto importante in cui i consulenti che hanno portato avanti tutta l'operazione si prodigano affinché le due realtà si fondano e si creino dei piani operativi comuni per la riorganizzazione delle risorse economiche e umane che sia più efficace possibile.

I processi sia di vendita che di acquisizioni sono dei processi molto lunghi e articolati che portano con se tanti rischi, è fondamentale quindi seguire scrupolosamente tutti gli step affinché per esempio un acquirente possa trovare e acquisire a un prezzo corretto l'impresa target più affine ed è importante che tutto sia dettagliato in modo da rendere trasparente agli occhi del mercato l'operazione e non cadere in beghe legali successivamente.

3.1 ASTA COMPETITIVA VS TRATTATIVA

Molti studiosi hanno cercato di capire il motivo per il quale non sempre si proceda in un'operazione di M&A attraverso un'asta competitiva o viceversa non si proceda sempre con una trattativa privata tra le parti interessate.

Tra i tanti studi questo argomento è stato trattato da Boone e Mulherin nel paper "How Are Firms Sold?". In questo paper viene analizzato un campione preso dalla banca dati del SEC (Securities and Exchange Commission), ovvero l'ente federale americano preposto per la vigilanza della borsa, di 400 acquisizioni dal 1990 con un valore degli accordi pari a circa 1 trilione di dollari. In questo campione si nota come circa la metà delle operazioni sono state concluse con un'asta competitiva con diverse offerte sul tavolo e l'altra metà circa siano state portate a termine con una negoziazione con una sola offerta. E' naturale chiedersi allora il modo che porta le imprese a non essere tutte vendute attraverso solamente asta competitiva o solamente attraverso negoziazione privata.

Gli studiosi hanno messo a confronto due ipotesi, l'ipotesi dei costi di agenzia che sostiene che l'asta competitiva garantisce dei maggiori guadagni rispetto alla trattativa privata dall'altro canto l'altra ipotesi ovvero l'ipotesi del costo di informazione sostiene che l'asta competitiva è molto costosa e che quindi il non si potranno avere sempre o solamente aste. Gli studiosi analizzando diverse variabili hanno analizzato quale sia il benessere degli stakeholders sia nell'asta che nella negoziazione è comparabile e questo risultato va a sostenere l'ipotesi del costo d'informazione.

Come già scritto precedentemente il campione è composto da 400 operazioni tra le maggiori imprese degli USA annunciate tra il 1989 e 1999. Delle 400 operazioni 377 sono completate con un tasso di completamento del 94%. Dagli studiosi hanno evidenziato quattro aspetti fondamentali per le operazioni sia che siano aste pubbliche o negoziazioni private, gli aspetti sono i seguenti:

- Il numero di potenziali acquirenti contattati
- Il numero di potenziali acquirenti che hanno firmato il confidentiality agreement

- Il numero di potenziali acquirenti che hanno sottoscritto accordi privati
- Il numero di potenziali acquirenti che hanno sottoscritto degli accordi pubblici

Come descritto precedentemente anche in questo paper un'operazione viene classificata come asta competitiva se all'inizio dell'operazione vengono contattati diversi potenziali acquirenti che firmano anche i primi accordi invece viene classificata come trattativa privata se viene contattato solamente un singolo potenziale acquirente con cui si inizia e si cerca di concludere l'operazione. Gli studiosi hanno anche classificato l'asta in formale o informale, nell'asta formale abbiamo una procedura più rigida e strutturata al contrario dell'asta informale che dopo il contatto dei potenziali acquirenti si procede e si conclude in maniera meno rigida e strutturata. Quest'ultima classificazione non viene riportata nel seguire nel paper in quanto non risulta rilevante per i risultati cercati.

In prima battuta gli studiosi hanno analizzato il modo in cui si dividevano le 400 operazioni di M&A prese a campione e come si evince dalla tabella sottostante si ha che le operazioni si dividono quasi perfettamente a metà con 202 aste competitive e 198 trattative private.

Sample	Observations	Contact	Confidential	Private Bidders	Public Bidders
Panel A: The Full Sample					
Full Sample	400	9.49	3.75	1.29	1.13
Panel B: The Sample Categorized by Sales Process					
Auction	202	20.67	6.83	1.57	1.24
Negotiation	198	1.02	1	1	1.02

Figura 2 Suddivisione del campione da Boone e Mulherin 2007 "How Are Firms Sold?"

In media per ogni operazione portata avanti come asta vengono contattate 21 aziende, di cui in media 7 potenziali acquirenti firmano l'accordo confidenziale. In

media 1.57 potenziali fanno un'offerta pubblica contro in media 1.24 potenziali acquirenti che compiono un'offerta privata.

Si nota che come per definizione nei 198 casi in cui è stata portata avanti una negoziazione i potenziali acquirenti contattati e con cui si giunge ad un accordo confidenziale e si ha una trattativa che sia privata o pubblica è circa 1. Si hanno dei valori in alcuni casi poco maggiori di 1 perché l'offerta presentata dall'unico potenziale acquirente in fase di trattativa viene respinta o viene contattato un potenziale acquirente che rifiuta di portare avanti l'operazione di M&A.

Nella tabella seguente vengono analizzati diversi parametri delle imprese che compongono il campione come grandezza dell'impresa target e impresa offerente, il metodo di pagamento dell'operazione e se l'impresa target opera in un mercato regolamentato e se l'offerente ha una proprietà che è affiliata con l'impresa target

Variable	Full Sample (<i>N</i> = 400)		Auction (<i>N</i> = 202)		Negotiation (<i>N</i> = 198)		<i>p</i> -Value
Panel A: Firm Size							
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	
Target Size (\$ bil)	2.69	0.69	1.68	0.37	3.72	1.07	0.005
Bidder Size (\$ bil)	10.58	3.41	6.94	3.03	13.81	4.01	0.004
Relative Size	45%	27%	46%	21%	44%	29%	0.837
Panel B: Deal Characteristics							
% Cash	37%		50%		23%		0.000
% Tender	26%		37%		15%		0.000
% Unsolicited	15%		22%		8%		0.000
Panel C: Target Characteristics							
% Regulated	28%		22%		34%		0.005
% Affiliated	7%		4%		11%		0.011
Return <i>SD</i>	0.023		0.024		0.022		0.038

Figura 3 Divisione del campione per dimensione impresa, caratteristica dell'accordo e caratteristiche target da Boone e Mulherin (2007) "How Are Firms Sold?"

Nel panel A viene analizzata la grandezza dell'azienda target e della grandezza dell'accordo espressa tramite equity in bilioni di \$ stimata 64 giorni prima l'annuncio dell'offerente. La grandezza relativa è calcolata invece come la grandezza dell'impresa target diviso la grandezza dell'offerente di M&A.

Si nota che nel campione analizzato la grandezza media di 10.58 bilioni di dollari dell'offerente è maggiore rispetto alla grandezza media dell'impresa target che è di 2.69 bilioni di dollari. Di conseguenza la percentuale relativa della grandezza dell'impresa target è minore del 50% rispetto al totale e viene stimato che la grandezza dell'impresa target sia in media il 45% rispetto alla grandezza dell'impresa offerente. Questi valori sono stati stimati dal campione di 308 aziende sulle 400 del campione originale in quanto 92 delle aziende erano non quotate e quindi non con bilanci pubblici o non erano aziende con sede negli USA.

Nel Panel B si analizza quale sia stato il metodo di pagamento dell'operazione e vengono analizzati tre metodi ovvero se il pagamento è stato interamente effettuato in cash, se l'operazione è avvenuta tramite un'offerta pubblica d'acquisto (tender) ovvero quando vi è un'un'offerta dall'acquirente agli azionisti a vendere le proprie azioni in periodo fissato a un prezzo fissato di solito maggiore per azione rispetto al valore delle azioni in quel determinato periodo. La terza categoria è quella dell'offerta non richiesta (unsolicited) ovvero un'offerta effettuata da un singolo individuo, impresa o investitori che desiderano acquistare l'impresa target senza che essa stia cercando un'acquirente. Di solito avviene quando l'offerente vuole compiere una scalata ostile o l'offerente esterno vede del potenziale nell'azienda target.

Se viene preso in considerazione tutto il campione il 37% delle operazioni è stata pagata esclusivamente usando cash mentre il 63% usando interamente o in parte azioni come metodo di pagamento. L'offerta pubblica di acquisto è stata usata nel 26% dei casi mentre le restanti sono state effettuate per fusione. Si riporta che il 15% delle operazioni ha visto un'acquisizione di terze parti o con offerte compiute per aziende non in cerca di un acquirente. I dati indicano che il pagamento in cash è più usuale nelle operazioni con asta e che vi sia un'offerta pubblica d'acquisto.

Nel Panel C vengono analizzate alcune caratteristiche delle imprese target e si hanno rapporti di affiliazioni tra l'impresa offerente e l'impresa target. Si nota come è più probabile che in una trattativa vi sia un rapporto di affiliazione tra le due imprese con l'11% dei casi rispetto al 4% dei casi quando l'operazione si svolge tramite un'asta. Il 28% delle imprese target dell'intero campione opera in settori

regolamentati, ovvero settori come il settore bancario, delle telecomunicazioni, fornitura di energia elettrica e della fornitura di gas. Le imprese che operano nei settori precedentemente elencati sono solite usare maggiormente negoziazioni rispetto alle aste; quindi, vi è una correlazione tra regolamentazione imposte dai vari paesi, nel caso preso in considerazione gli USA e il tipo di operazioni che vengono portate avanti dai potenziali acquirenti per comprare l'impresa target.

La tabella seguente riporta la stima dell'effetto benessere per l'impresa target del campione analizzato dallo studio. La stima sono i rendimenti al netto del mercato a partire dalla data del giorno dell'annuncio dell'operazione e l'indice di mercato dal valore pesato CRSP, un indice che dà informazioni sulle performance di un mercato e per tale motivo viene utilizzato spesso come benchmark. Lo studio statistico è stato effettuato sia per l'intero campione di 400 imprese sia per il campione ristretto di 308 imprese per le quali le operazioni sono state effettuate in USA l'offerente era quotata in borsa negli USA e si hanno quindi dati sull'equity dell'offerente.

Sample	Target Return [N = 400]	Target Return [N = 308]
Panel A: Full Sample—Mean Return (<i>p</i> -Value)		
Full Sample	21.6% (0.000)	20.4% (0.000)
Panel B: Analysis by Sales Procedure—Mean Return (<i>p</i> -Value)		
Negotiation	20.5% (0.000)	19.3% (0.000)
Auction	22.7% (0.000)	21.6% (0.000)
Panel C: Means Tests— <i>t</i> -Statistic (<i>p</i> -Value)		
Negotiation V. Auction	1.02 (0.308)	0.90 (0.368)

Figura 4 Profitti medi delle imprese target da Boone e Mulherin (2007) "How Are Firms Sold?"

Nella figura 5 viene quindi analizzato l'effetto benessere delle imprese target. Dai dati del Panel A si evince che per entrambi i campioni, ossia sia per quello da 400 che

sia per quello da 308 imprese, la media dei profitti dell'impresa target intorno al 20% e sono statisticamente significativi.

Nel panel B i due campioni vengono a sua volta divisi tra aste e negoziazione ma si nota che sia per le operazioni con asta sia per le operazioni con negoziazione il profitto medio è intorno al 20%

Nel Panel C viene effettuato il test della media ma anche in questo caso non si evincono sostanziali differenze tra asta e negoziazione.

Come già detto in precedenza l'obiettivo di questo paragrafo è quello di capire il perché un'impresa venga venduta tramite asta o negoziazione. Una spiegazione potrebbe arrivare dalla teoria dei costi di agenzia e degli incentivi dei managers che sostiene che i managers possono scegliere un particolare offerente in modo da poter concludere dei buoni affari a danno degli azionisti dell'impresa target e che invece con l'asta si possano massimizzare le offerte dei potenziali acquirenti. In contrasto abbiamo la teoria dei costi di informazione sostiene che le aste non sono intrinsecamente superiori alle negoziazioni.

Se fosse corretta la teoria dei costi dovremmo notare un effetto benessere della target maggiore nelle aste rispetto che nelle negoziazioni, di contro se invece fosse corretta la teoria dei costi di informazioni non ci dovrebbe essere differenza tra i due tipi di operazione. Dai dati analizzati in precedenza e riportati nella tabella di figura 5 non vi è una sostanziale differenza dell'effetto benessere tra asta e negoziazione.

La tabella di figura 5 rappresenta un'analisi iniziale in quanto confronta l'effetto benessere delle imprese target tra asta e negoziazione ma non tiene conto di diversi altri fattori chiave.

Lo studio individua quattro fattori chiave che sono:

- La grandezza relativa dell'impresa target rispetto all'impresa acquirente.
- Il metodo di pagamento
- Se vi è un'offerta pubblica
- se si tratta di un'acquisizione ostile

Dalla tabella di figura 4 si nota che rispetto a questi quattro fattori vi è una differenza tra le operazioni con asta e le operazioni con negoziazione, per questo motivo gli

studiosi hanno inserito queste quattro variabili come variabili di controllo in una regressione multipla per capire come queste variabili impattano sull'effetto benessere dell'impresa target.

La tabella di figura 6 riporta i dati della regressione multipla che ha come variabile il profitto dell'impresa target rispetto al tipo di procedura di vendita, la grandezza relativa, il metodo di pagamento e la forma di acquisizione. La variabile asta (auction) è definita come variabile dummy, ossia 1 se l'operazione è stata effettuata tramite asta e 0 zero viceversa, la grandezza relativa (relative size) viene espressa come il logaritmo naturale del rapporto tra l'equity dell'impresa target e dell'impresa offerente 64 giorni prima della data dell'annuncio dell'operazione. Cash è anch'essa una variabile dummy espressa con 1 se il metodo di pagamento è stato cash. Tender è una variabile dummy uguale ad 1 quando vi è un'offerta pubblica, unsolicited è una variabile dummy uguale ad 1 quando l'operazione è incominciata dall'offerente o da una terza parte. Il campione analizzato è di 308 imprese di cui erano disponibili i dati riguardanti l'equity. La variabile dipendente è la stima rendimenti al netto del mercato a partire dalla data del giorno dell'annuncio dell'operazione e l'indice di mercato dal valore pesato CRSP, un indice che dà informazioni sulle performance di un mercato e per tale motivo viene utilizzato spesso come benchmark.

Variable	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Intercept	0.193 (0.000)	0.133 (0.000)	0.179 (0.000)	0.184 (0.000)	0.185 (0.000)	0.119 (0.000)
Auction	0.023 (0.360)	0.008 (0.739)	0.003 (0.914)	0.008 (0.746)	0.004 (0.862)	-0.017 (0.487)
Relative size	-	-0.050 (0.000)	-	-	-	-0.047 (0.000)
Cash	-	-	0.089 (0.002)	-	-	0.035 (0.430)
Tender	-	-	-	0.085 (0.009)	-	0.014 (0.778)
Unsolicited	-	-	-	-	0.105 (0.003)	0.091 (0.009)
Adjusted R^2	0.000	0.082	0.026	0.018	0.026	0.108
Model p -Value	0.360	0.000	0.006	0.022	0.007	0.000

Figura 5 Profitti impresa target a seconda della caratteristica dell'accordo da Boone e Mulherin (2007) "How Are Firms Sold?"

Inserite le variabili di controllo si nota dai risultati della tabella di figura 6 che la grandezza relativa è statisticamente rilevante con un coefficiente negativo per l'effetto benessere dell'impresa target. Il dato sicuramente da sottolineare è invece la variabile dummy auction che non è statisticamente significativa, questo risultato indica che anche inserendo altre variabili di controllo non cambia l'effetto benessere dell'impresa target se l'acquisto dell'impresa avviene attraverso un'asta o una negoziazione.

Ricapitolando dalle analisi svolte sul campione di 400 acquisizioni avvenute durante gli anni '90 si è trovato che metà delle imprese sono vendute tramite asta con molti potenziali acquirenti e l'altra metà tramite negoziazione. La scelta di un metodo di vendita rispetto all'altro è correlato a caratteristiche dell'impresa come la grandezza relativa o come le affiliazioni presenti tra impresa acquirente e impresa target. Al contrario di come sostenuto da Schwert che le leggi contro le acquisizioni abbiano portato ad avere meno acquisizioni competitive ma delle analisi svolte si nota come nonostante le leggi messe in campo dallo stato non vi è un ambiente ostile alle operazioni tramite aste competitive, in quanto l'effetto benessere ottenuto dall'impresa target è comparabile sia nelle acquisizioni tramite asta competitiva che tramite negoziazione. I risultati analizzati nei paragrafi precedenti sono solidi in quanto ottenuti sia in regressioni singole e in regressioni multiple con diverse variabili di controllo. I risultati ottenuti quindi vanno ad appoggiare la teoria dei costi d'informazione, non sono consistenti con la teoria dei costi di agenzia in quanto l'impresa target non ottiene un maggiore effetto benessere attraverso l'asta competitiva come sostiene la teoria, anche se sicuramente non implica che i costi d'agenzia siano assenti.

Le analisi svolte sono anche importanti per le discussioni attorno all'argomento delle opzioni di lock-up, ossia un accordo vincolante legalmente in cui per un determinato periodo che va dall'inizio di un IPO gli insiders non possono vendere le loro azioni. La preoccupazione di alcuni studiosi è che questi accordi possano danneggiare gli azionisti e possano inibire delle aste competitive ma dai risultati ottenuti si vede

come non vi è né un'inibizione per le aste competitive né tantomeno un danno di benessere ottenuto alle imprese target.

I risultati ottenuti possono essere rilevanti nel dibattito sulle riorganizzazioni aziendali dopo il fallimento di un'impresa, alcuni sostengono che è necessario obbligare per legge l'acquisizione dell'impresa fallita tramite asta ma dai risultati ottenuti è chiaro che la struttura di un'acquisizione è solo dato dai costi d'informazione e transazione.

3.2 L'ASTA COMPETITIVA PROBLEMI E PROGETTAZIONE

Le aste competitive sono sempre più usate in ambito economico e nell'ultimo ventennio vengono utilizzate come strumento da parte dei governi per vendere alle società private le reti telefoniche, licenze per le reti cellulari e internet e anche a tanti altri scopi. Intorno Negli anni due mila nei principali paesi sono state assegnate tramite asta le licenze per le reti cellulari 3G, in Germania e in Inghilterra, per esempio, le licenze sono state assegnate con un prezzo di circa 600€ pro capite circa il 2% del PIL delle nazioni interessate. Invece per altre nazioni hanno ricavato molto meno dalla vendita delle suddette licenze, l'Italia ha incassato 240€ pro capite, l'Austria 100€, l'Olanda 170€.

Si nota da questi primi poveri dati che non tutte le aste funzionano in egual modo e non da tutte le aste si trae lo stesso profitto, è necessario capire quindi cosa determina la buona riuscita di un'asta e come è necessario che l'asta sia progettata in modo che non vi possa essere alcun tipo di collusione tra i partecipanti e che si possa ricavare il massimo dalla vendita tramite l'asta progettata. Per rispondere a queste domande ci viene in aiuto Paul Klemperer con il suo paper "What really matter in auction design", dove studia i principali problemi che possono riscontrarsi in un'asta e le soluzioni che si possono attuare.

I principali problemi che si possono riscontrare per un'asta e che è necessario disincentivare sono: collusione, deterrenza all'entrata e comportamento predatorio

In un'asta si ha collusione quando la progettazione dell'asta permette ai partecipanti di colludere esplicitamente o implicitamente ovvero di raggiungere un accordo durante la fase di asta. Se consideriamo un'asta ascendente di più prodotti in contemporanea ossia un'asta dove sono in vendita molti prodotti e abbiamo un prezzo di base basso e i partecipanti all'asta rilanciano con un prezzo più alto. In questo tipo di aste può succedere che i partecipanti usino le prime fasi dell'asta per mandarsi messaggi impliciti o espliciti affinché arrivati ad un determinato prezzo nessuno rilanci con offerte maggiori e un determinato partecipante si può aggiudicare l'asta senza che gli altri partecipanti disturbino la sua azione. Un esempio di collusione si è avuto in Germania nel 1999 dove nel 199 sono state vendute dieci blocchi di frequenze con la regola che ogni assegnazione di una frequenza dovesse superare almeno il 10% del prezzo di vendita a cui era stata venduta l'ultima frequenza.

E' successo che per il primo blocco di frequenze la società Mannesman ha offerto 18.8 milioni di marchi tedeschi, l'altra società in gare per l'assegnazione delle frequenze, la T-Mobile, ha inteso questa come offerta come un segnale a colludere in quanto il 10% in più di 18.8 milioni di marchi tedeschi fa circa 20 milioni di marchi tedeschi, così la T-Mobile offrì 20 milioni di marchi tedeschi per il blocco di frequenze da 1 a 5 e la Mannesman si aggiudicò le frequenze da 6 a 1°. In questo modo con un'offerta interpretata come un invito a colludere, anche se a detta dei managers non vi fosse nessun accordo tra le società, ha portata l'asta ad esaurirsi dopo due offerte e le società in gioco si sono aggiudicate le frequenze ad un prezzo vantaggioso. Nelle aste è frequente che si abbiano diverse interazioni tra i partecipanti e questo fa sì che durante tutte queste interazioni si possano mandare dei segnali per indurre i partecipanti a colludere.

La seconda importante problematica che si può affrontare in un'asta è quella della deterrenza all'entrata, se all'asta partecipano pochi offerenti si ha il rischio che l'asta sia inefficiente e quindi poco profittevole e avviene soprattutto nelle aste ascendenti in quanto è possibile che vi siano dei partecipanti che possono fare deterrenza

all'entra o deprimere l'asta. Un esempio è l'acquisizione della società farmaceutica Wellcome, la società Glaxo era disposta ad offrire 9 miliardi di sterline; invece, Zeneca era disposta a sborsare 10 miliardi di sterline se fosse stata sicura di acquisire Glaxo, in ultimo Roche sarebbe stata disposta ad offrire 11 miliardi di sterline. Vi erano però dei rapporti tra Glaxo e Wellcome che ha portato Zeneca e Roche a non partecipare all'asta e Glaxo è stata venduta per 9 miliardi di sterline con un chiaro "money left on the table", ovvero l'operazione si è chiusa con un prezzo molto più basso rispetto a quello che si potesse ottenere. Un problema che può portare a deprimere l'asta è il cosiddetto "winner's curse" ovvero che i partecipanti all'asta hanno meno diverse informazioni su ciò che stanno per acquistare. Questa difformità di informazioni fa sì che alcune società siano più caute nell'offrire cifre alte in quanto sono consapevoli delle poche informazioni in loro possesso e quindi il rischio di sovrastimare il costo dell'operazione e quindi il prezzo dell'asta tende ad alzarsi lentamente. Le società più forti che hanno informazioni invece approfittano della cautela altrui per aggiudicarsi l'asta ad un prezzo inferiore rispetto al valore reale del prodotto in vendita. Un esempio di questo problema è avuto nel 1995 nella vendita all'asta delle licenze per la telefonia mobile a Los Angeles. Il prezzo delle licenze della telefonia mobile era difficile da stimare allora, tra le partecipanti all'asta vi era la Pacific Telephone che già operava nel territorio con le linee fisse mettendola quindi in vantaggio rispetto le altre partecipanti in quanto dai dati in suo possesso poteva stimare quanti fossero i potenziali clienti che avrebbero utilizzato il servizio. Tutti i partecipanti furono molto cauti e l'asta si chiuse con un prezzo molto basso ovvero di 26\$ pro capite.

Tra gli altri problemi possiamo citare il prezzo di riserva, ovvero il prezzo minimo che il vincitore dell'asta è tenuto a pagare, un inadeguato prezzo di riserva incita i partecipanti all'asta a colludere facendo concludere l'asta velocemente e ad un prezzo molto basso. In altri casi la struttura dell'asta permette delle scappatoie ai partecipanti per poter avere dei vantaggi, per esempio nel 2000 la Turchia mise in vendita due licenze di telecomunicazioni in maniera consecutiva, il prezzo di vendita della prima licenza sarebbe diventato il prezzo di riserva della seconda. Una società offrì una cifra molto

alta per la prima licenza, in questo modo nessuno era disposto a pagare un prezzo così alto per la seconda licenza che restò invenduta e quindi la società con la prima licenza non ebbe rivali nel mercato.

La struttura del mercato può essere determinante per la buona riuscita di un'asta e chi progetta l'asta non può semplicemente far fare al mercato in quanto il mercato ha come obiettivo di massimizzare i profitti congiunti delle imprese che operano in quel mercato e non di massimizzare il benessere collettivo e si potrebbero creare delle situazioni come quella citata precedentemente in Turchia che alla fine dell'asta si ci ritrova con un mercato molto concentrato come per esempio nelle aste in Austria per le bande 3G sono state progettate delle aste con dei pacchetti identici tra loro e le società che hanno partecipato all'asta hanno avuto un comportamento collusivo spartendosi equamente il mercato.

Si possono mettere in atto diverse misure per cercare di arginare i comportamenti collusivi, per esempio si può imporre la segretezza di chi ha compiuto un'offerta o che i rilanci vadano per cifre stabilite da chi progetta l'asta in modo che sia più difficili mandare segnali ad un altro partecipante dell'asta o i lotti possono essere più grandi in modo che i partecipanti all'asta non riescano a spartirsi equamente la torta e quindi il mercato.

Un altro tipo di asta che può evitare di comportamenti collusivi è la cosiddetta asta in busta chiusa dove tutti i partecipanti fanno in maniera simultanea un'unica offerta in una busta sigillata, aperte tutte le buste la migliore offerta vince. In questo tipo di asta non vi è interazione tra i partecipanti e quindi rende molto difficile mandarsi dei segnali per colludere tra i partecipanti. Un altro vantaggio dell'asta a busta chiusa è che i partecipanti forti non possono dimostrare la loro potenza nell'andare avanti dell'asta come nell'asta ascendente facendo offerte aggressive e quindi in un'asta a busta chiusa anche partecipanti più deboli sono invogliati ad entrare in asta perché hanno più possibilità di vincere l'asta. Di contro se anche partecipanti deboli possono vincere l'asta si ha che si arriva ad un risultato meno efficiente.

Nonostante tutte le contromosse e le attenzioni che si possano introdurre ci sarà una possibilità che i partecipanti all'asta in qualche modo possano colludere ma gli studiosi e le autorità devono impiegare il massimo sforzo per evitare che ciò accada.

3.3 IL RUOLO DELLE AUTORITÀ NEL PROCESSO DI M&A IN EUROPA E NEGLI USA

Un'operazione di M&A in qualsiasi modo avvenga, se con un'asta o con una negoziazione può portare una concentrazione del mercato che massimizza i profitti congiunti delle imprese ma non il benessere collettivo. Questo tipo di operazioni, quindi, può a seconda della grandezza delle imprese partecipanti impattare in maniera determinante sul mercato nazionale, continentale se non mondiale. In Europa e negli USA ci sono allora degli enti preposti a vigilare sulle operazioni di concentrazione di mercato e per legge le imprese che soddisfano una serie di requisiti sono obbligate a notificare l'intenzione di procedere con l'operazione alle autorità preposte le quali valutano attraverso una serie di analisi se l'operazione rispetta i criteri che sono imposti dalle autorità stesse.

3.3.1 IN EUROPA

In Europa tutte le operazioni che hanno una dimensione europea hanno l'obbligo di notificare l'operazione di M&A alla Commissione Europea, nel caso le dimensioni delle operazioni non rientrassero nelle operazioni di dimensione europea esse devono comunque essere notificate alle autorità nazionali.

La commissione europea definisce un'operazione di M&A di dimensione comunitaria se sono presenti rientra in una delle due condizioni che seguono:

- Le imprese partecipanti all'operazione di concentrazione hanno un fatturato a livello mondiale superiore a 5000 milioni di euro e un fatturato di almeno due delle imprese partecipanti superiore a 250 milioni di euro
- Le imprese partecipanti all'operazione di concentrazione hanno un fatturato superiore a 5000 milioni di euro a livello mondiale e un fatturato di 100 milioni di euro in ciascuno di almeno tre stati membri dell'unione europea e un fatturato

superiore a 25 milioni di euro per ciascuna di almeno due delle imprese dei tre stati membri

Non si raggiunge un interesse a livello europeo se ognuna delle imprese coinvolte nell'operazione di concentrazione se esse ottengono i due terzi del loro fatturato nello stesso stato membro.

L'operazione di M&A può rientrare in una procedura semplificata se le imprese coinvolte detengono quote di mercato ridotte o non operano nello stesso mercato, i criteri per accedere alla procedura semplificata sono dati dal regolamento 139/2004 che prevede un semplice controllo di routine, superate le soglie prescritte nel regolamento la Commissione svolgerà un'indagine completa.

Dopo che le imprese intenzionate a procedere con un'operazione di M&A hanno verificato che la loro operazione rientra tra le operazioni di rilevanza comunitaria allora notificheranno l'operazione di concentrazione alla Commissione europea la quale avrà 25 giorni lavorativi per analizzare la documentazione fornita e l'operazione e potrà giungere a due conclusioni, ovvero potrà accettare l'operazione pienamente o con riserva o se constata che vi siano dei problemi di concorrenza potrà aprire una seconda fase dell'indagine.

La seconda fase di indagine è un'indagine molto più approfondita della prima e la Commissione europea ha 90 giorni di tempo per stabilire se l'operazione sia conforme alle regole europee e non dia problemi di concorrenza all'interno del mercato.

Conclusa la seconda fase la Commissione può avere ancora delle riserve sull'operazione di concentrazione e potrebbe proporre un agreement con le imprese proponendo delle modifiche all'operazione in modo da mantenere la concorrenza nel mercato europeo, invece dei cambiamenti possono essere proposti dalle imprese nella prima e seconda fase dell'indagine.

Dopo la seconda fase di investigazione la Commissione può prendere la decisione di:

- Approvare l'operazione in pieno
- Approvare l'operazione con riserva che vengono attuati dei miglioramenti

Molto prima che in Europa negli USA è stata istituita una procedura per poter verificare la correttezza e la fattibilità delle operazioni di concentrazione. Il programma che è attivo dal 1978 è stato creato affinché si potessero fermare ex ante i problemi di monopoli o oligopoli derivanti dalle operazioni di M&A in quanto diventa molto costo un intervento ex post da parte dell'antitrust intervenire a giochi fatti e anche un duro intervento delle autorità probabilmente non ristabilisce lo scenario di mercato che si aveva prima del M&A.

Il programma di analisi dell'operazione, tramite i suoi passaggi ben prestabiliti, permette alle istituzioni, ovvero alla Federal Trade Commission (FTC or Commission) e al Department of Justice (DOJ) di stabilire quale operazione sia anti-competitiva e poter prendere i dovuti rimedi.

Come per l'UE anche negli USA è necessario che le parti coinvolte in un processo di M&A notificano la volontà di procedere con l'operazione se le società rientrano in determinati parametri:

- Se come risultato dell'operazione la persona o società acquirente detenga una quantità di azioni con diritto di voto e/o beni che superino il valore di 200 milioni di dollari
- come risultato dell'operazione la persona o società acquirente detenga una quantità di azioni con diritto di voto e/o beni che raggiungano il valore tra i 50 milioni e 200 milioni di dollari
- una persona o società ha vendite o beni per almeno 100 milioni di dollari

Il primo step, quindi, consiste nel determinare se vi siano le condizioni sopra elencate, una volta verificato ciò se l'operazione rientra in uno dei casi descritti le parti devono notificare e osservare un periodo di attesa (waiting period) prima di poter concludere l'operazione.

Il periodo di attesa è un periodo ben specificato dove gli enti preposti a fronte della notifica della volontà di procedere per un'operazione di M&A vagliano le informazioni ricevute dalle parti contraenti. Il periodo è solitamente di 30 giorni

in caso si abbia un'offerta pubblica d'acquisto o vendita per bancarotta. Come riporta il Clayton Act le autorità possono richiedere ulteriori informazioni le cosiddette "second request". Le ulteriori informazioni richieste dal DOJ o FTC riguardano principalmente i prodotti venduti dalle parti il mercato in cui le parti operano ed estendono il periodo di attesa per altri 30 giorni.

Alcune operazioni sono esentate dalla notifica preventiva sull'acquisizioni di beni. Sono esenti dalla notifica le operazioni che riguardano le operazioni ordinarie dell'aziende, come per una società aerea l'acquisto di un nuovo veicolo o per una catena di supermercati l'acquisizione di un nuovo magazzino; quindi, sono esenti beni mobili e immobili che rientrano nell'attività ordinaria dell'azienda.

Nel momento della notifica è necessario fornire degli specifici documenti ovvero identità delle persone/società coinvolte nell'operazione, bilanci, industria di appartenenza, prodotti venduti e area geografica in cui opera l'impresa. Inoltre, devono fornire una pianificazione su come evolverà l'impresa dopo l'operazione di M&A. La norma prevede inoltre che le parti coinvolte possano fornire ulteriori informazioni non richieste che potrebbero aiutare gli enti ad analizzare meglio il settore e l'analisi competitiva ma il fornire informazioni extra non è un'assicurazione che la valutazione venga effettuata in maniera più veloce da parte degli enti preposti al controllo.

Gli enti di controllo ovvero FTC e DOJ analizzano le informazioni a loro disposizioni e possono decidere di:

- Non intraprendere ulteriori azioni. Non sono state trovate ragioni tali da far presupporre che l'operazione porti a una riduzione importante della concorrenza nel mercato di riferimento e che le parti dopo il periodo di attesa possono procedere con l'operazione da loro intavolata.
- Se lo staff che ha esaminato il caso ritiene che l'operazione potrebbe essere anticoncorrenziale si può ricadere in due casi. Nel primo caso se l'operazione è stata analizzata dalla DOJ si aprirà un processo presso il tribunale distrettuale che sentenzierà sulla legittimità dell'operazione; invece, se l'operazione è stata analizzata dalla FTC essa presenterà un reclamo amministrativo entro 20 giorni.

In questo capitolo abbiamo analizzato come si svolge in tutti i suoi passaggi un M&A. Tali operazioni sono molte complesse e onerose, richiedono competenze specifiche sia economiche che legali affinché tutto il processo sia portato avanti in maniera conforme alla legge e sia economicamente e socialmente sostenibile.

Dagli studi analizzati si è notato che la scelta di un'operazione tramite asta o negoziazione è determinata da diversi fattori come la grandezza relativa dell'impresa target ma che la scelta tra asta e negoziazione non faccia variare l'effetto benessere per l'impresa target e che quindi l'asta competitiva non per forza massimizzi il valore dell'operazione.

Infatti, l'operazione di vendita tramite asta deve essere ben definita e progettata affinché si cerchi come obiettivo la massimizzazione del benessere collettivo e non si dia la possibilità alle imprese di massimizzare i loro profitti congiunti. Enti preposti poi come la commissione europea o la FTC hanno il compito di analizzare l'operazione più rilevanti di M&A in modo da limitare l'acquisizione di una posizione monopolistica di alcune società e preservare la concorrenza nel mercato di riferimento.

4 SINERGIE E INNOVAZIONE POST M&A

4.1 PRODUTTIVITÀ TRA IMPRESE QUOTATE E PRIVATE

Le operazioni di M&A sono uno degli strumenti più utilizzati negli ultimi anni per la crescita delle imprese, come analizzato capitoli precedenti si è affrontato il tema dei M&A in diversi aspetti che riguardano i M&A dal pensiero da parte di una società di affrontare un'operazione del genere alla conclusione della stessa. Dall'analisi compiuta si è potuto capire dagli argomenti trattati come procedure, legislazioni problemi di progettazione dell'asta, motivi che portano le aziende ad intraprendere un'operazione di fusione o acquisizione che questo tipo di operazioni sono molto complesse che coinvolgono tutti i processi e tutti i diversi dipartimenti aziendali e in cui si spendono molte risorse monetarie e umane.

Il nocciolo dell'argomento che si vuole affrontare invece in questo capitolo è se le operazioni di M&A portano realmente dei benefici alle società e agli stakeholders coinvolti nelle operazioni. È obiettivo quindi del capitolo IV di andare a scoprire nella letteratura esistente se post operazione e le ristrutturazioni aziendali, tramite delle sinergie tra impresa acquirente e impresa acquisita se vi siano dei miglioramenti a livello industriale e di impianto come miglioramenti in produttività o dei miglioramenti a livello finanziario come maggiori guadagni per gli azionisti. Si andrà a verificare quali tra le due teorie analizzate nel capitolo II è più aderente alla realtà dei fatti: la tesi neoclassica che sostiene che degli shock economici portano ai M&A con un miglior collocamento delle risorse o la teoria comportamentale che sostiene che i managers usano azioni sopravvalutate per effettuare operazioni di M&A. Non bisogna sottovalutare che non sempre le operazioni di M&A portano benefici ma anzi la storia è piena di esempi di operazioni andate male dopo il completamento dell'accordo.

Molto spesso si pensa che per la buona riuscita di un'operazione basti curare la parte puramente tecnica composta da parte giuridica, finanziaria e manageriale e si tende a trascurare il fattore ambientale, cioè il periodo socioeconomico che si sta vivendo e soprattutto non si pensa al fattore umano il quale è indispensabile affinché vi sia una buona integrazione tra le parti coinvolte. Alcuni studiosi come Bauer e Matzler si sono soffermati su quest'ultimo aspetto, trovando che oltre alla complementarità strategica vi deve essere un adattamento culturale tra le parti, più veloce è questo adattamento culturale maggiore sarà il grado di integrazione post merger.

Nel capitolo I negli accenni storici si è fatto presente come le operazioni di M&A seguano delle "waves". Maksimovic Philips e Young nel loro paper "Private and Public Merger Waves" analizzano se le aziende sia quotate che private partecipano alle wave solo perché fattori ambientali ed economici portano esse ad intraprendere tale strada o se vi sono poi reali effetti sulle imprese coinvolte in produttività e in efficienza.

Gli studiosi hanno cercato di capire se le società da un lato siano spinte solamente da un fattore finanziario favorevole che è presente durante le waves, ovvero una maggiore liquidità presente sul mercato e un più facile accesso al credito. In questo caso non si dovrebbe riscontrare post merger un miglioramento dell'efficienza. Invece avremmo un incremento dell'efficienza e della produttività se l'operazione è stata portata avanti con obiettivo un miglioramento delle performance. Per poter verificare queste ipotesi gli studiosi hanno comparato i dati per gli impianti acquisiti da aziende private e quotate.

I dati usati per analizzare le performance degli impianti sono stati presi da diversi database aggregati dal Center for Economics Studies (CES) che raccoglie e traccia i dati di circa 50000 impianti manifatturieri all'anno. Il database raccoglie dati sul valore delle spedizioni per ogni impianto, gli investimenti per ogni impianto come costruzioni e macchinari e dati sul numero di persone impiegate e le ore lavorate. Il campione analizzato contiene i dati dal 1972 al 2004 che fanno parte dei codici SIC (Standard Industrial Classification) dal 2000 a 3999 3 sono stati esclusi tutti gli impianti che appartengono ad un settore che ha prodotto un valore minore di 1

milione di dollari di spedizioni. Dopo gli aggiustamenti il campione è formato da 665000 aziende per anno con un totale di più di 1 milione di impianti.

Dopo aver selezionato il primo campione hanno effettuato diverse classificazioni trovando che il 20% degli impianti sono di proprietà di imprese quotate le quali a loro volta producono il 35% degli output. In media nel campione analizzato le imprese quotate posseggono 3.1 impianti contro i 1.4 impianti possedute da imprese private. Anche per il valore delle spedizioni si ha un vantaggio per le aziende quotate con \$48 milione contro i 9\$ dollari per le aziende private.

Gli studiosi per poter studiare l'accesso ai capitali hanno usato il differenziale tra il tasso sui prestiti Commercial & Industrial (C&I) e il Federal Funds Rate (FFR). L'accesso al capitale è più facile quando lo spread è basso e quindi per le imprese è più facile finanziare le operazioni di M&A. Non si può intuire a priori se siano più le aziende quotate o le aziende private a trarre vantaggio da uno spread basso in quanto se da una parte se in un mercato si ha una maggiore liquidità è più facile finanziarsi sul mercato azionario da parte di un'impresa quotata ma anche per un'impresa privata che opera in un mercato con tanta liquidità è più facile finanziarsi ottenendo dei prestiti con tassi d'interesse più bassi

Nel loro paper hanno quindi deciso di esaminare la probabilità che un asset sia acquisito o venduto dalle imprese private o quotate e capire come queste operazioni siano influenzate dalle condizioni finanziarie. La probabilità di acquisire o vendere asset è espressa tramite la variabile dipendente dummy D_Buy che ha valore 1 se l'impresa ha acquisito almeno un impianto e 0 se non ha acquisito almeno un impianto; invece, nel panel B si ha la probabilità che un'impresa venda un impianto tramite la variabile D_Sell , anch'essa un'variabile dipendente dummy che ha valore 1 se l'impresa ha venduto almeno un impianto invece 0 se non ha venduto alcun impianto. La grandezza delle imprese è espressa tramite la variabile indipendente $Size$ che viene calcolato come il logaritmo del valore delle spedizioni in dollari, nell'analisi gli studiosi hanno inserito anche come variabile anche la produttività delle imprese tramite la variabile TFP (total firms productivity), è stata inserita la variabile $Tobin's Q$ per controllare la domanda di asset e la variabile indipendente $Herfindal$ index basato sulle vendite per controllare la struttura del mercato. In

seguito, sono stati inserite le variabile per il controllo dei fattori finanziari ossia, la variabile credit spread che rappresenta il differenziale tra il tasso sui prestiti Commercial & Industrial (C&I) e il Federal Funds Rate (FFR), la variabile S&P che rappresenta i guadagni dell'indice S&P e la variabile Ind_UV che rappresenta la media dell'unexplained valuation ossia un indice per tutte quelle componenti non calcolabili con un modello costruito su dati finanziari come calcolato da of Rhodes-Kropf, Robinson, e Viswanathan.

	Public (1)	Private (2)	<i>p</i> -value for Difference (3)	Public (4)	Private (5)	<i>p</i> -value for Difference (6)
Panel A: Decision to Buy Assets (Dependent Variable = <i>D_Buy</i>)						
<i>Size</i>	0.425*** (0.040)	0.338*** (0.010)	<0.001	0.436*** (0.040)	0.335*** (0.010)	<0.001
<i>TFP</i>	0.300*** (0.080)	0.023** (0.010)	0.294	0.307*** (0.080)	0.024** (0.010)	0.308
<i>I.Tobinq</i>	-0.361*** (0.130)	-0.096*** (0.020)	0.037	-0.177 (0.130)	-0.072*** (0.020)	0.039
<i>Ind_UV</i>	0.022 (0.210)	0.049** (0.020)	0.223	-0.520** (0.220)	0.003 (0.020)	0.079
<i>HERF</i>	1.083 (1.790)	0.612*** (0.210)	0.143	2.131 (1.800)	0.701*** (0.210)	0.185
<i>D_Wave</i>	2.454*** (0.18)	0.182*** (0.020)	<0.001			
Credit spread				-1.941*** (0.220)	-0.020 (0.030)	<0.001
S&P				3.096*** (0.510)	0.383*** (0.060)	0.978
Pr(<i>D_Buy</i>)	7.36%	1.75%		7.36%	1.75%	
Chi Square	385	6,716		291	6,600	
Number of obs.	99,121	420,944	520,065	99,121	420,944	520,065
Panel B: Decision to Sell Assets (Dependent Variable = <i>D_Sell</i>)						
<i>Size</i>	p. 2192** (0.050)	1.091*** (0.020)	<0.001	0.963*** (0.050)	1.101*** (0.020)	<0.001
<i>TFP</i>	-0.813*** (0.090)	-0.169*** (0.020)	<0.001	-0.810*** (0.090)	-0.169*** (0.020)	<0.001
<i>I.Tobinq</i>	-0.602*** (0.130)	-0.105*** (0.030)	0.185	-0.445*** (0.130)	-0.083** (0.030)	0.478
<i>Ind_UV</i>	1.688*** (0.230)	0.330*** (0.050)	<0.001	1.349*** (0.240)	0.221*** (0.050)	0.001
<i>HERF</i>	-6.150*** (2.050)	1.973*** (0.470)	<0.001	-5.656*** (2.050)	2.005*** (0.470)	<0.001
<i>D_Wave</i>	3.641*** (0.20)	0.441*** (0.040)	<0.001			
Credit spread				-3.905*** (0.250)	-0.350*** (0.050)	<0.001
S&P				0.294 (0.560)	0.834*** (0.120)	<0.001
Pr(<i>D_Sell</i>)	7.91%	4.08%		7.91%	4.08%	
Chi Square	821	5,191		663	5,279	
Number of obs.	107,645	557,470	665,115	107,645	557,470	665,115

Figura 6 tabella che riporta la stima dell'effetto marginale in % della decisione di vendere o comprare dal modello logit da Maksimovic Philips e Young (2013), "Private and Public Merger Waves"

La tabella in figura 8 invece mostra i risultati ottenuti con le stesse variabili della tabella di figura 7 ma con il modello dei minimi quadrati.

	Public (1)	Private (2)	<i>p</i> -value for Difference (3)	Public (4)	Private (5)	<i>p</i> -value for Difference (6)
Panel A: Decision to Buy Assets (Dependent Variable = <i>D.Buy</i>)						
<i>Size</i>	0.050 (0.100)	1.080*** (0.000)	<0.001	0.070 (0.100)	1.090*** (0.000)	<0.001
<i>TFP</i>	0.420*** (0.100)	-0.010 (0.000)	<0.001	0.430*** (0.100)	-0.010 (0.000)	<0.001
<i>I.Tobinq</i>	-0.790*** (0.200)	-0.310*** (0.000)	0.163	-0.470** (0.200)	-0.250*** (0.000)	0.985
<i>Ind.UV</i>	0.050 (0.300)	0.050 (0.100)	0.806	-0.740*** (0.300)	-0.070 (0.100)	0.017
<i>HERF</i>	7.500** (3.200)	3.070*** (0.700)	0.891	9.570*** (3.200)	3.170*** (0.700)	0.669
<i>D.Wave</i>	2.730*** (0.20)	0.390*** (0.100)	<0.001			
Credit spread				-1.520*** (0.200)	0.060 (0.100)	<0.001
S&P				5.180*** (0.600)	1.120*** (0.100)	<0.001
Pr(<i>D.Buy</i>)	7.36%	1.75%		7.36%	1.75%	
<i>R</i> -Square	0.3%	2.9%		0.2%	2.9%	
Number of obs.	99,121	420,944	520,065	99,121	420,944	520,065
Panel B: Decision to Sell Assets (Dependent Variable = <i>D.Sell</i>)						
<i>Size</i>	1.230*** (0.100)	2.440*** (0.000)	<0.001	1.210*** (0.100)	2.440*** (0.000)	<0.001
<i>TFP</i>	-0.900*** (0.100)	-0.510*** (0.000)	<0.001	-0.890*** (0.100)	-0.510*** (0.000)	<0.001
<i>I.Tobinq</i>	0.110 (0.200)	0.340*** (0.100)	0.441	0.400** (0.200)	0.450*** (0.100)	0.079
<i>Ind.UV</i>	2.010*** (0.300)	0.980*** (0.100)	0.002	1.630*** (0.300)	0.890*** (0.100)	0.022
<i>HERF</i>	-2.520 (2.700)	6.630*** (1.200)	0.327	-1.550 (2.700)	6.720*** (1.200)	0.466
<i>D.Wave</i>	4.280*** (0.20)	1.230*** (0.100)	<0.001			
Credit spread				-4.750*** (0.200)	-1.130*** (0.100)	<0.001
S&P				-1.560*** (0.600)	-0.620*** (0.200)	0.003
Pr(<i>D.Sell</i>)	7.91%	4.08%		7.91%	4.08%	
<i>R</i> -Square	0.8%	1.3%		0.6%	1.3%	
Number of obs.	107,645	557,470	665,115	107,645	557,470	665,115

Figura 7 tabella che riporta la stima dell'effetto marginale in % della decisione di vendere o comprare dal modello logit da Maksimovic Philips e Young (2013), "Private and Public Merger Waves"

Dalla tabella di figura 7 e figura 8 si evince come le imprese quotate effettuano più operazioni di acquisizione rispetto alle aziende private. Infatti, se in media il 7.36% delle aziende quotate comprano assets ogni anno e il 7.91% delle imprese quotate

vendono asset ogni anno invece per le imprese private in media solo l'1.75% compra assets e in media solo il 4.08% delle imprese private vende assets. La grandezza dell'impresa è correlata positivamente sia per le imprese private che per quelle quotate quindi, più grande è in media l'impresa più comprerà e venderà assets. Anche la produttività influenza la partecipazione al mercato della compravendita degli asset, infatti, se le aziende più produttive tendono a comprare assets le aziende meno produttive tendono a vendere asset. Al fattore produttività sono più sensibili le imprese quotate le quali sono 10 volte più sensibili alla produttività nella decisione di acquisire asset e 5 volte più sensibili rispetto alle imprese private nella decisione di vendere assets. Quando all'analisi si aggiunge la variabile S&P si nota come le imprese quotate siano meno portate a comprare assets quando l'indice S&P sale.

Per testare la probabilità che le imprese sia quotate che private decidano di acquistare assets hanno testato come la probabilità di vendere o comprare assets a diversi percentili dello spread C&I e inserendo anche una variabile per testare se la decisione viene presa durante una wave o meno. È stata usata una regressione logaritmica

	Credit Spread					<i>D.Wave</i>	
	p10	p25	p50	p75	p90	0	1
Panel A: Probability of Purchases							
(1) Public firms	6.23%	5.80%	5.42%	5.22%	4.84%	4.81%	7.29%
(2) Private firms	0.50%	0.49%	0.49%	0.49%	0.48%	0.45%	0.59%
(3) Private firms using medians of data from public firms	4.05%	4.02%	4.00%	3.99%	3.96%	3.68%	4.74%
Ratio (unadjusted): (2)/(1)	0.08	0.08	0.09	0.09	0.10	0.09	0.08
Ratio (adjusted for size): (3)/(1)	0.65	0.69	0.74	0.76	0.82	0.77	0.65
Panel B: Probability of Sales							
(1) Public firms	8.34%	7.40%	6.62%	6.23%	5.49%	5.80%	9.48%
(2) Private firms	2.34%	2.27%	2.20%	2.17%	2.10%	2.04%	2.45%
(3) Private firms using medians of data from public firms	5.26%	5.11%	4.97%	4.90%	4.75%	4.63%	5.52%
Ratio (unadjusted): (2)/(1)	0.28	0.31	0.33	0.35	0.38	0.35	0.26
Ratio (adjusted for size): (3)/(1)	0.63	0.69	0.75	0.79	0.87	0.80	0.58

Figura 8 tabella con risultati della stima della probabilità di vendita o acquisto assets al variare del C&I e se si è durante una wave o fuori dalla wave da Maksimovic Philips e Young (2013), Private and Public Merger Waves

Dai risultati della tabella in figura 9 si nota una forte diversità tra le aziende quotate e le aziende private per tutti i percentili del C&I. Se si considera la media dello spread si nota come il tasso di acquisto degli assets da parte di imprese quotate sia del 5.42% contro lo 0.42% per le imprese private. Osservando l'arco in cui si muove lo spread dei tassi si nota subito che le imprese quotate siano molto più sensibili alle variazioni dello spread con la probabilità di acquisire assets che va dal 4.84% al 6.23% contro una variazione della probabilità dalla 0.48% al 0.50% delle imprese private.

Lo stesso andamento visto per la probabilità di acquisire assets vale per la probabilità di vendere asset, se per le imprese quotate si ha una variazione di probabilità che va dal 5.49% all'8.34% per le imprese private la variazione è molto bassa e va dal 2.10% al 2,34%.

Dai dati analizzati si evince come per le imprese quotate un'alta liquidità sia molto importante per la decisione di comprare assets in quanto l'equity può essere usato come mezzo per acquistare gli assets.

Se abbiamo constatato che effettivamente l'insorgere di una wave di M&A e la conseguente probabilità di acquisire o vendere assets è influenzata sia da fattori finanziari e macroeconomici come la liquidità nel mercato e da componenti industriali come la produttività e la dimensione delle imprese. Nei risultati precedenti si è visto come le aziende quotate più produttive in media acquisiscano più asset quindi se la fusione fosse portata dal livello di produttività dell'impresa, un'impresa acquisita da un'impresa pubblica dovrebbe performare meglio nel periodo post merger o l'altra ipotesi è che le imprese pubbliche influenzate dalla liquidità del mercato acquisiscano altri assets che però non migliorano le performance post merger.

Partendo dai dati raccolti gli studiosi hanno stimato la produttività in diverse finestre temporali, considerando $t=0$ l'anno in cui avviene l'operazione le finestre considerate sono tre e sono $(-1,1)$, $(-1,2)$, $(-1,3)$.

La variabile dipendente testata è la variazione nelle finestre considerate del TFP dai dati di impianto. Come altre variabili sono state usate che sono: la variabile D_Sale la quale è una variabile dummy che è uguale ad 1 se l'impianto è stato venduto e 0 altrimenti, la variabile dummy $D-Wave$ che risulta pari ad 1 se l'operazione è avvenuta in un anno appartenente ad una wave o zero altrimenti, $PrvtoPrv$ se la transazione è avvenuta tra imprese private, $PubtoPub$ se la transazione è avvenuta tra due imprese quotate, $PrvtoPub$ se il venditore è un'impresa privata e l'acquirente è un'impresa quotata, $PubtoPrv$ se il venditore è un'impresa quotata e l'acquirente è un'impresa privata le variabili logaritmo naturale della variabile output e il TFP sono inserite per poter controllare rispettivamente la produzione a livello di produzione e la produttività dell'impresa.

	<i>TFP</i> (-1, 1)		<i>TFP</i> (-1, 2)		<i>TFP</i> (-1, 3)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A: Regression 1						
<i>D_Sale</i>	0.020*** (0.00)	0.014*** (0.01)	0.034*** (0.01)	0.028*** (0.01)	0.028*** (0.00)	0.021*** (0.01)
<i>D_Wave</i>		-0.005* (0.00)		-0.009*** (0.00)		-0.003 (0.00)
<i>D_Sale</i> × <i>D_Wave</i>		0.021*** (0.01)		0.020** (0.01)		0.024** (0.01)
<i>Lambda</i>	-0.065*** (0.02)	-0.066*** (0.02)	-0.074*** (0.03)	-0.078*** (0.03)	-0.056** (0.03)	-0.057* (0.03)
<i>TFP</i>	-0.019*** (0.01)	-0.019*** (0.01)	-0.032*** (0.01)	-0.032*** (0.01)	-0.036*** (0.01)	-0.036*** (0.01)
<i>Ln(Output)</i>	0.054*** (0.00)	0.054*** (0.00)	0.064*** (0.00)	0.064*** (0.00)	0.066*** (0.00)	0.066*** (0.00)
<i>Constant</i>	-0.389*** (0.05)	-0.384*** (0.05)	-0.475*** (0.06)	-0.467*** (0.06)	-0.543*** (0.07)	-0.541*** (0.07)
<i>R-Square</i>	1.46%	1.46%	1.70%	1.70%	1.61%	1.61%
<i>Number of obs.</i>	745,940	745,940	624,899	624,899	513,743	513,743
Panel B: Regression 2						
<i>PrvtoPrv</i>	0.004 (0.01)	0.002 (0.01)	0.013** (0.01)	0.006 (0.01)	0.003 (0.01)	-0.001 (0.01)
<i>PrvtoPub</i>	0.020** (0.01)	0.010 (0.01)	0.023** (0.01)	0.020* (0.01)	0.028*** (0.01)	0.026** (0.01)
<i>PubtoPrv</i>	0.046*** (0.01)	0.043*** (0.01)	0.067*** (0.01)	0.072*** (0.01)	0.043*** (0.01)	0.037** (0.02)
<i>PubtoPub</i>	0.034*** (0.01)	0.023 (0.02)	0.066*** (0.01)	0.058*** (0.02)	0.071*** (0.01)	0.055*** (0.02)
<i>D_Wave</i>		-0.005* (0.00)		-0.009*** (0.00)		-0.003 (0.00)
<i>PrvtoPrv</i> × <i>D_Wave</i>		0.008 (0.02)		0.029 (0.02)		0.014 (0.01)
<i>PrvtoPub</i> × <i>D_Wave</i>		0.032* (0.02)		0.009 (0.02)		0.007 (0.02)
<i>PubtoPrv</i> × <i>D_Wave</i>		0.009 (0.02)		-0.012 (0.02)		0.017 (0.02)
<i>PubtoPub</i> × <i>D_Wave</i>		0.028* (0.02)		0.024 (0.02)		0.039* (0.02)
<i>Lambda</i>	-0.064*** (0.02)	-0.066*** (0.02)	-0.075*** (0.03)	-0.078*** (0.03)	-0.056** (0.03)	-0.057* (0.03)
<i>TFP</i>	-0.019*** (0.01)	-0.019*** (0.01)	-0.032*** (0.01)	-0.032*** (0.01)	-0.036*** (0.01)	-0.036*** (0.01)
<i>Ln(Output)</i>	0.054*** (0.00)	0.054*** (0.00)	0.064*** (0.00)	0.064*** (0.00)	0.066*** (0.00)	0.066*** (0.00)
<i>Constant</i>	-0.389*** (0.05)	-0.384*** (0.05)	-0.474*** (0.06)	-0.465*** (0.06)	-0.542*** (0.07)	-0.540*** (0.07)
<i>R-Square</i>	1.46%	1.46%	1.70%	1.71%	1.62%	1.62%
<i>Number of obs.</i>	745,940	745,940	624,899	624,899	513,743	513,743

Figura 9 risultati sul test per studiare la variazione della produttività post merger da Maksimovic Philips e Young (2013), "Private and Public Merger Waves"

Dalla tabella di figura 10 dal panel A si vede come dal coefficiente della variabile D-Sale è positivo è statisticamente significativo all'1% cioè gli impianti che sono stati oggetto di vendita presentano in media una produttività maggiore degli impianti non venduti, questa considerazione vale sia per imprese quotate che private. Il coefficiente dell'interazione tra le variabili D_Sale e D_Wave è positivo e statisticamente significativo e ciò dimostra che le imprese aumentano la loro produttività se la transazione avviene nel periodo di wave. Gli impianti venduti in media vedono un aumento del 3.4% della loro produttività, se la transazione avviene nel periodo di wave la produttività aumenta in media di un ulteriore 2%.

Nel panel B vengono introdotte le variabili per controllare tra chi avvengono le transazioni così da individuare eventuali differenze nella variazione di produttività tra i diversi tipi di transazione. Tutti i tipi di transazione tranne le transazioni tra i privati hanno un aumento della produttività post merger. L'incremento va dal 5% al 10%. Il fatto che tra aziende quotate si ha un aumento maggiore della produttività può essere dato dal fatto che si hanno maggiori sinergie attese e possono derivare anche da una gestione da parte dei managers più abili che portano ad una gestione più efficiente.

Ricapitolando il paper dimostra che le fusioni e acquisizioni hanno più probabilità di accadere se le imprese hanno una maggiore produttività. Gli impianti che vengono venduti o acquisiti aumentano la loro produttività in accordo con la teoria neoclassica, soprattutto se le transazioni avvengono durante una wave anche se entrambe le imprese sono quotate. Le imprese quotate inoltre sono più attive nel vendere e acquisire assets in quanto hanno un più facile ai mercati finanziari.

4.2 COME SI OTTIENE UNA MAGGIORE PRODUTTIVITÀ

Altri studiosi hanno cercato di capire la fonte dell'aumento della produttività delle imprese che sono state coinvolte in un'operazione di M&A. L'economista Xiaoyang Li ha investigato questo argomento dopo gli studi portati avanti, come quello analizzato nel paragrafo precedente, specialmente da Philips e Maksimovic sull'aumento della produttività.

Lo studioso ha effettuato l'analisi su 1430 merger completati tra il 1981 e il 2002, i dati sono stati acquisiti dalla Securities Data Company (SDC) dal database per i M&A, invece i dati per quanto riguarda i livelli di output delle imprese sono stati raccolti dal database US CensusBureau. Come per il paper analizzato in precedenza la produttività viene misurata attraverso il total factor productivity (TFP). Per capire meglio il cambiamento che avviene in un'impresa dopo il merger lo studioso ha voluto capire come l'impresa producesse lo stesso output riducendo l'input, quindi, sono state studiate alcune variabili che hanno aiutato a capire meglio il fenomeno come le spese in conto capitale, i salari per lavoratore e il numero di lavoratori e queste variabili sono state messe a confronto tra impianti con le stesse caratteristiche di grandezza, tipo di produzione e la merceologia prodotta.

Nel paper che si andrà ad analizzare dal titolo "Productivity, restructuring, and the gains from takeovers" Li fa due ipotesi sul perché dopo un merger si ha un aumento della produttività e sono:

1. L'impresa che acquista riesce a ridurre i salari, i dipendenti e investimenti dell'impresa acquisita ma riesce a mantenere lo stesso livello di output
2. L'impresa che acquista aumenta i salari, i dipendenti e gli investimenti dell'impresa acquisita e aumenta il livello di output più che proporzionalmente

I dati analizzati come già accennato in precedenza sono acquisiti dal database dei mergers and acquisitions della SDC. Sono stati presi in considerazione le operazioni completate tra il 1° gennaio 1981 e il 31 dicembre 2002, il campione è stato ristretto alle transazioni dal valore di almeno 1 milione di dollari e l'impresa acquisita deve essere nella lista pubblica con il prezzo delle rispettive azioni disponibile al Center for Reserch in Security Price (CRSP). L'impresa acquirente deve possedere meno del 50% delle azioni dell'impresa target prima del merger e ne deve possedere invece il 1000% dopo il merger. Dopo le restrizioni attuate si ha un campione di 1430 imprese target su cui è stato effettuato lo studio.

Year	Number of deals	Deal value		Target $CAR_{(-1,+1)}$		Acquirer $CAR_{(-1,+1)}$	
		Mean	Standard deviation	Mean	Standard deviation	Mean	Standard deviation
1981	15	322.8	457.9	0.251	0.332	-0.004	0.052
1982	19	219.4	285.8	0.162	0.148	-0.013	0.047
1983	34	157.1	239.3	0.110	0.149	0.016	0.122
1984	48	285.3	415.3	0.138	0.171	-0.009	0.059
1985	60	747.6	1,297.6	0.186	0.176	-0.014	0.052
1986	103	524.3	1,163.8	0.167	0.177	0.004	0.051
1987	76	468.6	733.9	0.216	0.187	0.019	0.058
1988	124	504.3	1,392.5	0.228	0.235	-0.009	0.087
1989	85	969.3	3,662.5	0.213	0.209	-0.007	0.070
1990	53	506.4	917.9	0.272	0.269	-0.020	0.047
1991	24	1,178.1	2,385.8	0.345	0.385	0.018	0.087
1992	16	195.4	262.1	0.292	0.202	0.035	0.081
1993	40	312.0	666.6	0.287	0.213	-0.007	0.056
1994	42	984.9	2,209.5	0.208	0.160	-0.005	0.066
1995	60	790.3	1,646.6	0.224	0.177	-0.012	0.058
1996	83	1,053.8	2,754.4	0.226	0.237	-0.001	0.069
1997	85	746.4	1,625.6	0.236	0.202	0.016	0.068
1998	126	2,226.3	7,936.6	0.265	0.230	0.010	0.078
1999	128	1,444.3	3,009.8	0.262	0.212	0.003	0.086
2000	112	3,095.4	10,260.4	0.302	0.286	-0.015	0.087
2001	62	2,239.3	5,782.7	0.345	0.534	-0.031	0.097
2002	35	1,919.5	5,049.8	0.152	0.225	-0.023	0.094
Total	1,430	949.6	4,480.3	0.233	0.248	-0.002	0.074

Figura 10 Numero di merger e principali caratteristiche delle operazioni da Xiaoyang Li (2013), "Productivity, restructuring, and the gains from takeovers"

La tabella in figura 11 mostra come è costituito il campione costruito per lo studio, il periodo temporale considerato copre due merger waves, è facile notare un aumento delle operazioni negli anni '80 per poi decrescere agli inizi degli anni '90 e crescere nuovamente tra fine anni '90 e inizi anni 2000. La media del valore dell'accordo è

circa 950 milioni di dollari e si ha in media circa il 25% di extra rendimento per le imprese target. Invece per gli azionisti dell'impresa acquisitrice non si hanno extra rendimenti. Abbiamo da un lato gli azionisti dell'impresa target che ottengono molti guadagni gli azionisti invece dell'impresa acquirente in media non perdono.

I dati degli impianti sono acquisiti dai database di ASM e CMF, i dati raccolti riguardano il valore totale delle spedizioni, spese per gli input primari e intermedi e i costi di altri input come materiali e costo dell'energia. I dati acquisiti sono raccolti a distanza di cinque anni negli anni che finiscono con "2" e con "7". Questo database raccoglie 50000 imprese con un numero di dipendenti superiore a 250.

Per lo studio del campione selezionato viene effettuata tramite una classica funzione di Cobb-Douglas $Y = A L^\alpha K^\beta M^\gamma$ dove Y indica il valore dell'output in dollari, A indica la costante che misura l'efficienza con cui l'impianto usa gli output, L indica il lavoro, K indica il capitale usato ed M indica il costo del materiale.

Il cash flow è invece caratterizzato dall'equazione $\pi = Y - W - I - M$ dove il valore di W è il totale degli stipendi calcolato come numero dei dipendenti per stipendio medio per dipendente percepito, I indica i costi sul capitale e M i costi del materiale. Questo cash flow è diverso dai classici cash flow perché non vengono considerati alcuni costi come la ricerca e sviluppo, la pubblicità in quanto i dati raccolti si riferiscono strettamente al perimetro dell'impianto, per misurare l'efficienza è stato usato il TFP.

Panel A: Firm level							
Timing	Number of firms	Plants per firm		Total employment		Total output	
		Mean	Standard deviation	Mean	Standard deviation	Mean	Standard deviation
T-3	1,272	7.38	14.46	2,729.4	6,629.7	631.5	3,223.8
T-2	1,305	7.54	15.25	2,700.5	6,530.7	645.1	3,277.5
T-1	1,430	8.09	16.21	2,531.7	6,276.8	635.1	3,367.6
T	1,275	7.51	15.25	2,588.6	6,365.9	664.6	3,065.0
T+1	1,228	7.44	14.87	2,540.7	6,221.8	673.9	2,928.2
T+2	1,169	7.22	14.42	2,539.2	6,347.1	711.2	3,024.8
T+3	1,139	6.92	13.60	2,427.7	5,797.9	739.2	3,139.6

Panel B: Plant level							
Timing	Number of plants	FE TFP		Translog TFP		Output	
		Mean	Standard deviation	Mean	Standard deviation	Mean	Standard deviation
T-3	9,045	0.041	0.336	0.086	0.397	75.9	295.7
T-2	9,465	0.031	0.324	0.077	0.402	75.7	299.7
T-1	11,129	0.039	0.348	0.080	0.437	70.9	301.1
T	9,201	0.053	0.340	0.087	0.466	78.2	261.1
T+1	8,742	0.061	0.339	0.094	0.485	80.6	258.3
T+2	8,129	0.075	0.353	0.107	0.497	86.6	279.8
T+3	7,591	0.095	0.355	0.128	0.479	96.2	331.7

Figura 11 Sommario della media degli impianti impiegati, output e TFP per impresa da Xiaoyang Li (2013), “Productivity, restructuring, and the gains from takeovers”

La tabella in figura 12 raccoglie le stime calcolate attraverso il campione raccolto, dove possiamo trovare il numero di imprese, il numero di dipendenti e il l’output totale. FE TFP indica il fixed effects total factor productivity, ovvero il residuo stimato a livello di impianto dall’equazione di Cobb-Douglas, in ultimo Translog TFP è il residuo della stima di una funzione di produzione in cui ci sono le variabili di dipendenti, totale del capitale, costi dei materiali, tutti i termini al quadrato.

Nella tabella si può notare nella seconda colonna del Panel A che nel periodo T-1 si hanno 1430 imprese; invece, nel periodo T se ne hanno 1305 e nel periodo T+1 se ne hanno 1275, ovvero si sono avuti 155 mergers. Una tendenza che si può osservare è che la media dei dipendenti per il periodo di sei anni considerato da T-3 a T+3 scende gradualmente invece il livello di output aumenta gradualmente nel periodo considerato. A sostegno di ciò che si osserva nel Panel A, nel Panel B si nota come le variabili FE TFP e Translog TFP crescano dopo il merger ossia dopo il periodo T per tutto il periodo considerato.

Poiché i cambiamenti che avvengono tra i pre e il post merger dipendono da moltissimi fattori, come shock economici, fattori industriali o tecnologici lo studioso ha deciso di restringere il più possibile il campo. Il gruppo su cui ha effettuato le analisi sono degli impianti che siano il più possibili affini per diverse caratteristiche. Partendo quindi dal campione preso dal database ASM e CMF ha creato tre gruppi di egual numero per numero di dipendenti in modo da dividere gli impianti tra piccoli medi e grandi che operano nello stesso settore e merceologia individuati tramite la classificazione SIC; quindi, dopo aver ristretto il campo passa al confronto nel periodo tra T-3 e T+3. Così facendo verranno confrontato i livelli di produttività per una data industria.

Per poter fare un confronto tra i diversi stabilimenti l'autore ha costruito una variabile dipendente che includesse le misure riguardanti l'efficienza, ossia (FE TFP, Translog TFP), output e input. La variabile After è una variabile dummy che ha valore 1 se si considera il periodo compreso tra il periodo T a T+3. La variabile target è anch'essa una variabile dummy che vale uno se al tempo T l'azienda che possiede l'impianto viene acquisita. L'interazione After*Target invece può essere intesa come la differenza degli output tra le imprese acquisite e il campione di controllo nella finestra temporale definita tra T-3 a T+3.

	Output	Investment	Material	Wage	Employment
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
After	-0.022*** (0.004)	-0.093*** (0.014)	-0.016*** (0.005)	0.003 (0.002)	-0.014*** (0.004)
After * Target	-0.002 (0.006)	-0.124*** (0.034)	-0.009** (0.004)	-0.005* (0.003)	-0.021*** (0.006)
Plant Fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	171,754	171,754	171,754	171,754	171,754
Adjusted R ²	0.89	0.70	0.89	0.77	0.92
	Production worker		Nonproduction worker		
	Wage	Employment	Wage	Employment	
	(1)	(2)	(3)	(4)	
After	0.007*** (0.002)	-0.019*** (0.004)	-0.029* (0.015)	-0.002 (0.006)	
After * Target	-0.002 (0.004)	-0.014** (0.007)	-0.008 (0.013)	-0.059*** (0.013)	
Plant Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	
Observations	171,754	171,754	171,754	171,754	
Adjusted R ²	0.75	0.91	0.43	0.85	

Figura 12 Variazione di output e costi post-merger da Xiaoyang Li (2013), "Productivity, restructuring, and the gains from takeovers"

Dalla tabella dei risultati ottenuti dalle variabili descritte in precedenza si possono notare risultati molto interessanti. Se dopo il merger abbiamo un calo statisticamente insignificante dello 0.2% questo livello di output è ottenuto con uno 0.9% in meno di materiale usato, 12.4% in meno di spese per gli investimenti, 0.5% in meno di salari per lavoratore e il 2.1% in meno di lavoratori.

Nella seconda parte della tabella in figura 13 sono stati divisi i lavoratori in due categorie, i lavoratori impiegati nella produzione e i lavoratori che non sono impiegati nella produzione, la prima categoria quindi considera tutti i lavoratori che lavorano nell'impianto, la seconda categoria sono i lavoratori impiegati nell'head quarters o in mansioni come uffici vendite o logistica. Dalla tabella si nota come per entrambi i gruppi vi è una minima diminuzione del salario medio ma il numero dei lavoratori cala in maniera decisa negli impieghi di produzione con una media del 6% in meno contro una diminuzione dell'1.4% dei lavoratori non in produzione.

Dai risultati analizzati si può affermare che le imprese acquisite riescono a produrre lo stesso livello di output rispetto a quelle non acquisite usando meno lavoratori e con meno spesa per i salari e i materiali di input. L'aumento di efficienza va quindi a sostenere l'ipotesi 1 che sostiene che le imprese riescono a produrre lo stesso output ristrutturandosi e diminuendo la dimensione.

Questo studio dimostra come un'operazione di M&A può portare sicuramente un vantaggio per le imprese coinvolte nell'operazione le quali traggono vantaggio da una migliore produttività che le porta ad essere più competitive nel loro mercato di riferimento. Distogliendo lo sguardo dai puri numeri e stime analizzate fino ad ora, quello che sicuramente è ottimale per l'azienda come avere dei salari medi più bassi, avere meno impiegati producendo lo stesso output non è assolutamente positivo per il benessere collettivo. Dallo studio si evince che tra gli impiegati chi ne fa più le spese dei tagli è l'operario che lavora in produzione portando così ad degli esuberanti di gente che non avendo particolare grado di specializzazione o particolari competenze fa fatica a ricollocarsi nel mercato, pensando alla situazione di sofferenza del mercato post pandemia covid-19 queste situazioni possono diventare

un allarme sociale in quanto potrebbero portare tante famiglie ad avere un reddito inferiore alla soglia di povertà.

4.3 QUANDO DECRESCHE LA PRODUTTIVITÀ

Nei paragrafi precedenti è stato molto sottolineato come un'operazione di M&A possa portare dei benefici all'impresa aumentando la propria produttività. Il paper analizzato in precedenza come è ben facile immaginare non prende in considerazione tutte le variabili in gioco perché come già detto in diversi punti un'operazione di M&A è un'operazione che vede coinvolti moltissimi attori e le variabili che determinano la riuscita del merger sono spesso difficili da tenere tutte sotto controllo.

Dal paper "The Market for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains?" di Vojislav Maksimovic e Gordon Phillips, viene fuori che in particolari situazioni il merger non giova alla produttività.

Maksimovic e Phillips hanno preso in considerazione un campione, tenuto dal Longitudinal Research Database, il quale fornisce dei dati a livello di impianto per i codici SIC dal (2000 – 3999). I dati provengono da 500000 stabilimenti di produzione. Le imprese su cui vengono raccolte informazioni hanno più di 250 dipendenti. Gli studiosi hanno considerato per l'analisi dei M&A dal 1974 al 1992, e hanno considerato le imprese simili, ovvero con tre cifre uguali del codice SIC e hanno escluso gli impianti con il valore di spedizioni minore ad 1 milione di dollari.

Nel paper quindi viene analizzata la variazione di produttività, in una finestra temporale (T-1 a T+2) dove T=0 è l'anno del merger, la variazione di produttività viene stimata a seconda di alcune caratteristiche delle imprese, ovvero se abbiamo una vendita parziale o totale dell'impresa, se l'impresa che vende un impianto è un'impresa con una singola divisione o più divisioni, se l'impianto che l'impresa vende sia appartenente alla divisione principale o a una divisione marginale dell'intera impresa.

Nella tabella di figura 14, nel Panel A, dove si analizzano le vendite parziali delle imprese, si ha che la vendita di divisioni marginali hanno un incremento di produttività post-vendita, invece per gli impianti appartenenti ad un'impresa con una singola divisione non risulta un significativo aumento della produttività.

Nel panel B invece sono presenti le vendite di intere imprese, si stima un incremento della produttività solo quando l'impresa acquirente aumenta la capacità della sua divisione principale. Invece non si nota un aumento della produttività negli acquisti effettuati da imprese ad una singola divisione. La produttività decresce invece quando un'impresa con molte divisioni acquista un'impresa con un unico impianto che opera in una divisione marginale

Panel A: Partial-Firm Sales				
Selling Firm Characteristics				
Multidivision Firm				
	Main Division	Peripheral Division	Single-segment Firm	
Buying firm characteristics				
Multidivision buyer adds to				
Main division	0.062 (0.039)	0.103* (0.036)	0.127 (0.092)	
	444	580	87	
Peripheral division	-0.008 (0.027)	0.047** (0.021)	0.033 (0.076)	
	857	1,544	122	
Single-segment buyer	0.019 (0.052)	0.107** (0.042)	-0.038 (0.069)	
	275	382	126	

Panel B: Full-Firm Mergers and Acquisitions				
Selling Firm Characteristics				
Multidivision Firm				
	Main Division	Peripheral Division	Single-segment Firm	
			with 1 Plant	with >1 Plant
Buying firm characteristics				
Multidivision buyer adds to				
Main division	0.087** (0.041)	0.143*** (0.083)	-0.020 (0.039)	-0.039 (0.043)
	396	89	420	234
Peripheral division	-0.017 (0.020)	-0.020 (0.025)	-0.051*** (0.028)	0.058 (0.039)
	1,278	914	723	401
Single-segment buyer	-0.044 (0.049)	0.037 (0.067)	0.053 (0.029)	-0.011 (0.050)
	237	108	677	219

Figura 13 Variazione di produttività in base alle caratteristiche delle imprese da Maksimovic e Phillips (2001), "The Market for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains?"

La variazione di produttività cambia in quanto in determinate tipologie di operazioni vi è una maggiore capacità dell'impresa acquirente nel gestire e migliorare l'utilizzo di risorse umane e produttive; quindi, è stata fatta una stima su come varia la produttività post merger a seconda della produttività dell'impresa acquirente e target pre merger.

Variable	Dependent Variable: Change in Productivity Year -1 to +2	
	Transaction Type	
	Partial Firm Sale	Merger/Acquisition
Productivity and transaction size		
Lagged productivity (year -1) of selling firm's plants	-0.453 (0.000)*	
Difference in productivity (year -1) buying firm—productivity of plants purchased	0.399 (0.000)*	
Difference in productivity (year -1) * Indicator variable for negative difference in productivity	-0.084 (0.004)*	
Buyer size (coefficient * 10,000,000)	-0.003 (0.834)	
Seller size (coefficient * 10,000,000)	0.123 (0.000)*	
Difference in productivity interacted with transaction characteristics		
Sale from seller's main division to buyer's main division	-0.009 (0.931)	0.000 (0.907)
Sale from seller's main division to buyer's peripheral division	-0.014 (0.894)	-0.043 (0.676)
Sale from seller's main division to a single segment buyer	-0.032 (0.776)	-0.119 (0.282)
Sale from seller's peripheral division to buyer's main division	0.119 (0.268)	omitted
Sale from seller's peripheral division to buyer's peripheral division	-0.002 (0.987)	-0.058 (0.572)
Sale from seller's peripheral division to a single segment buyer	-0.090 (0.400)	-0.165 (0.179)
Sale from single segment firm to buyer's main division	0.021 (0.883)	-0.034 (0.750)
Sale from single segment firm to buyer's peripheral division	0.065 (0.620)	-0.045 (0.662)
Sale from single segment firm to a single segment buyer	-0.034 (0.786)	-0.155 (0.131)
Constant		-0.066 (0.000)*
Total transactions:		
Partial firm sales and merger and acquisitions	10,109	
R^2	0.21	
F -test all coefficients = 0 (p -value)	<1%	

Figura 14 Variazione di produttività considerando le caratteristiche dell'impresa acquirente e acquisita da Maksimovic e Phillips (2001), "The Market for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains?"

I risultati della tabella in figura 15 indica come la produttività post merger dipenda dalla produttività dell'impresa acquirente e acquisita. Gli impianti che migliorano la loro produttività quanto pre acquisizione la produttività dell'impresa acquirente è maggiore della produttività dell'impresa acquirente. È importante sottolineare dai risultati in tabella che se l'asset è acquisito da un'impresa meno produttiva si avrà

un declino della produttività degli impianti acquisiti. Riassumendo quindi la produttività post operazione è positivamente correlata alla grandezza dell'acquisita e inversamente correlata all'iniziale produttività dell'impresa acquisita.

La spiegazione a questo fenomeno è abbastanza complessa ma una spiegazione può essere trovata nel comportamento dei manager delle imprese acquirenti che distruggono valore compiendo acquisizioni inefficienti.

4.4 EFFICIENZA INVESTIMENTI E CARATTERISTICHE DELLE IMPRESE

X. Li è andato a investigare poi su come un M&A possa impattare sugli investimenti post merger per le imprese target e imprese acquirenti, in seguito ha analizzato l'efficienza degli investimenti a seconda delle caratteristiche delle imprese, ovvero come variano gli investimenti se siamo di fronte ad un M&A che ha come obiettivo la diversificazione o l'operazione vede coinvolte due o più imprese che operano nello stesso settore.

Una delle teorie degli investimenti è che se si hanno maggiori opportunità di investimento le imprese tendono ad investire di più. Per testare questa ipotesi lo studioso ha costruito una regressione lineare che ha come variabile dipendente la sensibilità degli investimenti alla Q di Tobin, prima e dopo l'operazione.

	Investment					
	Target Sample			Control Sample		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
After	-0.022*** (0.005)	-0.019*** (0.004)	-0.018*** (0.005)	-0.002 (0.003)	0.012 (0.009)	0.009 (0.005)
Industry Q	0.027** (0.013)		0.021* (0.014)	0.024** (0.012)		0.025** (0.013)
Industry Q * After	0.018** (0.009)		0.020*** (0.008)	-0.031 (0.022)		0.011 (0.019)
Industry Investments		0.012*** (0.003)			0.011 (0.013)	
Industry Investments * After		0.007*** (0.002)			0.015* (0.008)	
Profits			0.033* (0.017)			0.037** (0.018)
Profits * After			0.073 (0.064)			0.091 (0.069)
Plant Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	50,133	50,133	50,133	121,621	121,621	121,621
Adjusted R ²	0.87	0.86	0.89	0.84	0.85	0.88

Figura 15 sensibilità degli investimenti alla Q prima e dopo l'operazione da Li (2013), "Productivity, restructuring, and the gains from takeovers"

Nella tabella di figura 16 si hanno i risultati della regressione che stima la sensitività degli investimenti, il database preso in considerazione è quello dei M&A della SDC che prende in considerazione le operazioni annunciate tra il 1981 e il 2002. La variabile IndustryQ è la Q media del settore dove l'impianto opera, Industry investment è la variabile è la media degli investimenti delle industrie presenti nel database Census, Profit è calcolata come spedizioni al netto degli stipendi, costo del materiale e del capitale, diviso le vendite. I risultati sono stati trovati per il campione delle imprese target e per le imprese di un campione di controllo costruito con delle imprese equiparabili per dimensione, settore industriale e produttività prima del merger. "****", "***", "**" indicano che i valori sono statisticamente significativi rispettivamente al livello 1%, 5% e al 10% .

Dai risultati dell'interazione tra la variabile IndustryQ*After si ha un incremento della sensitività dell'investimento dell'8.9%. dalla colonna due si vede che gli investimenti diminuiscono dopo il merger. Nella colonna 3 si misura la sensitività introducendo la variabile profit, ovvero se la sensitività dipende dai profitti o meno, si vede che i profitti impattano sulla sensitività quando non interagisce con la variabile After ovvero prima dell'operazione, nell'interazione tra le variabili Profit*After il risultato non è statisticamente significativo, questo sta a significare che dopo il M&A i profitti non impattano sulla sensitività degli investimenti.

Ora andremo ad analizzare come gli investimenti cambiano a seconda delle caratteristiche delle imprese coinvolte nelle operazioni, ovvero se l'operazione avviene per diversificare i business o il merger avviene tra imprese che operano nello stesso business.

La regressione lineare che va a studiare gli investimenti prima e dopo l'operazione e le caratteristiche delle imprese coinvolte è costruita con le seguenti variabili: la variabile Investment misura tutti gli investimenti diretti e indiretti, Target è una variabile dummy uguale ad uno se l'impianto è stato acquisito a T=0 o uguale a zero se l'impianto appartiene ad un'azienda di controllo, Related è una variabile dummy uguale ad 1 se l'impresa target condivide le prime due cifre del codice SIC con l'impresa acquirente uguale a zero altrimenti, Conglomerate è una variabile dummy

uguale ad uno se l'acquirente era un'impresa conglomerata prima dell'operazione zero altrimenti, le variabili Diversity, Reallocate e 1/Herfindahl sono misure dell'intensità del mercato interno dei capitali dell'acquirente. "****", "***", "**" indicano che i valori sono statisticamente significativi rispettivamente al livello 1%, 5% e al 10% .

	Investment					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
After	-0.081*** (0.015)	-0.080*** (0.014)	-0.078*** (0.016)	-0.076*** (0.019)	-0.083*** (0.017)	-0.085*** (0.018)
After * Target			-0.094*** (0.037)	-0.097*** (0.039)	-0.088*** (0.038)	-0.131*** (0.040)
After * Target * Related	-0.136*** (0.041)					
After * Target * (1 - Related)	-0.121*** (0.038)					
After * Target * Conglomerate		-0.134*** (0.029)				
After * Target * (1 - Conglomerate)		-0.078 (0.055)				
After * Target * Diversity			-0.496*** (0.128)			
After * Target * Reallocate				-0.472** (0.129)		
After * Target * 1/Herfindahl					-0.545** (0.208)	
After * Target * Acquirer Size						0.725* (0.396)
Plant Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	171,754	150,237	134,381	132,756	134,484	137,986
Adjusted R ²	0.73	0.71	0.72	0.73	0.71	0.70

Figura 16 Tagli agli investimenti prima e dopo il M&A da Li (2013), "Productivity, restructuring, and the gains from takeovers"

Dai risultati della colonna 1 della tabella di figura 17 si vede come gli investimenti diminuiscono di più quando le operazioni riguardano aziende che operano nello stesso settore con un risparmio del 13.6% contro il 12.1% delle imprese che non operano nello stesso settore. Nella colonna 2 della tabella di figura 17 si vede come se l'azienda acquirente era un'azienda conglomerata prima dell'operazione taglia in maniera più decisa gli investimenti per l'impresa acquisita, riducendo in media gli investimenti del 5% rispetto a quando l'acquirente non è un'impresa conglomerata. Come analizzato quindi è chiaro che se vi è una maggiore efficienza o riduzione degli investimenti questi dipendano anche dal tipo di imprese che sono coinvolte. La

spiegazione del risultato ottenuto su una diminuzione degli investimenti se le imprese operano nello stesso settore è molto semplice da spiegare; infatti, le aziende che operano nello stesso settore possono evitare di duplicare alcuni costi come, per esempio, costi per l'R&D, questa tendenza si sta verificando tanto nel mondo automotive, dove i costi fissi per l'R&D sono costi molto alti non riconosciuti dall'utente finale, quindi le aziende automobilistiche tramite joint venture o fusioni uniscono le loro forze affinché non si duplichino gli investimenti in ricerca e sviluppo, l'argomento verrà approfondito nel capitolo V.

4.5 IMPATTO SUL R&D DEI M&A

Nel paragrafo precedente si è potuto notare come se le imprese che si fondono hanno un business correlato in media un risparmio del 13.6% sugli investimenti rispetto al 12.1% delle imprese che non operano nello stesso settore. Una divisione su cui pesa tanto il risparmio degli investimenti è sicuramente la divisione del R&D in quanto molte risorse possono essere condivise per affrontare i cambiamenti del mercato e sviluppare nuove tecnologie le quali possono fungere in seguito come barriere per altre imprese che vogliono entrare nel mercato o al contrario un'impresa che non riesce da sola ad avere sufficienti investimenti in R&D con il rischio di essere tagliata fuori dal mercato, attraverso un merger può sfruttare gli investimenti della seconda impresa la quale a sua volta può magari applicare le tecnologia ad una scala maggiore di prodotti.

Gli studiosi Bruno Cassiman, Massimo G. Colomboc, Paola Garrone e Reinhilde Veugelers nello studio "The impact of M&A on the R&D process. An empirical analysis of the role of technological- and market-relatedness" hanno cercato di capire come cambiano le performance dell'R&D dopo un M&A anche a seconda delle caratteristiche delle imprese.

Il campione analizzato è composto da 31 merger or acquisition in industrie medium e high-tech che hanno avuto luogo negli ultimi 15 anni con 62 imprese coinvolte.

Dato il campione molto ristretto lo studio non si pone come obiettivo di compiere analisi statistiche molto complesse ma il focus è solamente su come impatta sulla ricerca e sviluppo un merger se le aziende siano correlate e la variazione delle performance. Per poter raccogliere i dati necessari è stato posto un questionario ad un rappresentante dell'impresa acquisita, solitamente era un Vice President per l'R&D o in strategy o altre figure di livello equivalente, le informazioni qualitative sono state raccolte in modo che comunque possano essere utilizzati per un'analisi statistica.

Dimensions	Types	No. of observations	Frequency (%)
Sector	Same business	25	80.6
	Same product lines	11	35.5
	Different product lines	14	45.2
	Different business	6	19.4
Market-relatedness	Rivals	10	32.3
Technology-relatedness	Same technological fields ^a	17	54.8
	Complementary technological fields ^b	14	45.2
Nationality	Cross-border	22	71.0
Total sample		31	100.0

Figura 17 Distribuzione del campione da Cassiman,Colomboc,GarroneVeugelers (2004) "The impact of M&A on the R&D process. An empirical analysis of the role of technological- and market-relatedness"

Dalla tabella di figura 18 si nota come tutti i merger considerati sono merger orizzontali, le imprese che operano nello stesso settore sono l'80.6% del campione, con più della metà specializzate in linee di prodotto differente.

Per poter continuare le analisi vengono prese in considerazione altre due variabili. La prima è la market-relatedness ovvero se le imprese prima del M&A fossero competitor nello stesso mercato e prodotto, il verificarsi di questa variabile può portare ad una crescita delle quote di mercato o l'entrata in nuove aree geografiche o in nuovi business. La seconda è la technology-relatedness, ovvero se le imprese prima del M&A avessero dei progetti allo stesso livello di sviluppo sulla stessa tecnologia, ciò permetterebbe alle imprese di avere delle economie di scala o di scopo, accesso e nuove risorse tecnologiche; se hanno questa caratteristica sono considerate come imprese con forza tecnologica sovrapponibile, invece sono

considerate imprese con una forza tecnologica complementare se prima del merger operavano in settori differenti ma la tecnologia e il know-how acquisito sono stati successivamente combinati o trasferiti dall'una e l'altra o se operavano nello stesso campo tecnologico ma erano specializzati in differenti fasi della ricerca e sviluppo della tecnologia. Di seguito in tabella di figura 19 si ha il campione diviso per same technological fields (STF) ovvero imprese dello stesso settore tecnologico prima del merger o complementary technological fields (CTF) ovvero imprese complementari a livello tecnologico e suddivise in seguito tra imprese rivali e non rivali. Come si poteva immaginare le aziende rivali sono quasi tutte aziende che operavano nello stesso settore tecnologico.

	Rivals	Non-rivals	
Same technological fields (STF)	9	8	17
Complementary technological fields (CTF)	1	13	14
	10	21	31

Figura 18 Classificazione di M&A del campione da Cassiman, Colomboc, Garrone Veugelers (2004) "The impact of M&A on the R&D process. An empirical analysis of the role of technological- and market-relatedness"

Per poter analizzare le variazioni subite dalla ricerca e sviluppo gli studiosi hanno considerato alcuni indicatori sull'input dell'R&D come personale o equipaggiamento di laboratorio e indicatori sulle performance come il ritorno sulle spese di R&D.

Nella tabella di figura 20 si pone il focus sulla variazione di performance delle imprese STF andando a misurare la variazione di strutture di R&D, variazioni sul personale e variazioni sui profitti. I risultati dicono che le imprese rivali hanno una maggiore diminuzione sulle variabili considerate rispetto alle imprese non rivali, ciò significa che imprese la fusione di imprese rivali ha un peggiore impatto sulla ricerca e sviluppo, probabilmente perché avendo con la fusione tolto dal mercato una rivale non hanno la necessità di sviluppare nuove tecnologie in modo da poter competere al meglio nel mercato.

Variables	Same technological fields		Confidence level ^b
	Rival firms ^a	Non-rival firms ^a	
Changes of physical R&D facilities ^c	-0.556 (0.856)	-0.188 (1.642)	
Changes of R&D personnel ^c	-0.833 (1.150)	-0.375 (1.544)	
Changes of the returns to R&D expenditures ^d	0.556 (1.947)	1.750 (1.438)	**

Figura 19 Impatto del M&A su input e performance del R&D da Cassiman, Colomboc, Garrone Veugelers (2004) "The impact of M&A on the R&D process. An empirical analysis of the role of technological- and market-relatedness"

Successivamente sono poste all'intervistato ulteriori 50 domande in modo da poter andare più in profondità su diversi aspetti.

Nella successiva tabella 21 in figura sono mostrati i risultati degli ulteriori approfondimenti. Viene confermato che le imprese con forze tecnologiche sovrapponibili sono le imprese che razionalizzano maggiormente la ricerca e sviluppo, ciò viene sottolineato dall'indicatore A3. Un altro dato negativo, mostrato nell'indicatore C2 per le aziende con forze tecnologiche sovrapponibili è la motivazione del personale che porta a seri problemi di gestione delle risorse umane. L'indicatore B3 ci conferma come tra le imprese con conoscenze tecnologiche sovrapposte viene associata una riduzione della concorrenza nel settore.

Factors	Non-rival firms		
	Same technological fields ^a	Complementary technological fields ^a	Confidence level ^b
A1: Increase of R&D effort	0.199 (2.016)	0.332 (2.095)	
A2: Decrease of R&D effort	-0.145 (2.207)	-0.708 (1.357)	
A3: R&D rationalisation	0.762 (2.005)	-0.728 (1.121)	**
A4: New R&D fields and sources	0.406 (1.568)	0.219 (1.636)	
A5: Critical mass in R&D	-0.081 (0.706)	0.545 (1.949)	
B1: Increase of R&D output	0.623 (2.051)	0.600 (3.621)	
B2: Better exploitation of technological competencies	0.349 (2.054)	0.211 (1.412)	
B3: Less technological competition	0.600 (1.598)	-0.696 (1.306)	**
C1: Increase of R&D productivity	0.253 (1.686)	0.568 (1.889)	
C2: Organisational problems in R&D	0.476 (1.871)	-0.568 (0.763)	**
D1: R&D specialisation and knowledge transfer	0.589 (0.682)	-0.501 (2.009)	**
D2: R&D restructuring	0.355 (1.590)	-0.215 (1.486)	
D3: R&D resource redeployment	-0.158 (1.663)	0.331 (1.274)	
E1: Broadening of R&D mission	0.175 (1.210)	0.279 (1.615)	
E2: Focussing of R&D mission	0.717 (1.360)	-0.615 (1.324)	***

^a *t*-Test of the difference between mean values. ***Confidence level > 99%. **Confidence level > 95%. *Confidence level > 90%.

^b Mean values; standard errors in parentheses.

Figura 20 Indicatori sul ruolo della technology-relatedness nell'impatto dei M&A sull'R&D.

Resta quindi che analizzare la market-relatedness, dalla tabella di figura 22 emergono ancora tante differenze tra aziende rivali e non rivali nello stesso campo tecnologico. Anche qui si nota che le aziende rivali hanno una maggiore riduzione dell'effort per l'R&D rispetto alle imprese non rivali. Anche gli indicatori di performance ovvero gli indicatori B1, B2 e C1 sono negativi, abbiamo quindi in media una diminuzione delle performance post merger. Dalle interviste è venuto anche fuori che le imprese rivali hanno chiuso con una frequenza del 38.9% strutture per la ricerca e sviluppo contro il 12.5% e hanno licenziato personale con una frequenza del 44.4% contro il 18.8%, emerge anche una minore propensione delle aziende rivali a produrre nuovi brevetti, sviluppare nuovi processi e tecnologie.

Factors	Same technological fields		
	Rival firms ^a	Non-rival firms ^a	Confidence level ^b
A1: Increase of R&D effort	-0.493 (1.315)	0.199 (2.016)	
A2: Decrease of R&D effort	1.097 (2.485)	-0.145 (2.207)	
A3: R&D rationalisation	0.534 (1.510)	0.762 (2.005)	
A4: New R&D fields and sources	-0.592 (1.423)	0.406 (1.568)	*
A5: Critical mass in R&D	-0.515 (1.500)	-0.081 (0.706)	
B1: Increase of R&D output	-1.344 (3.120)	0.623 (2.051)	**
B2: Better exploitation of technological competencies	-0.792 (1.841)	0.349 (2.054)	*
B3: Less technological competition	0.421 (1.236)	0.600 (1.598)	
C1: Increase of R&D productivity	-0.701 (1.337)	0.253 (1.686)	*
C2: Organisational problems in R&D	0.517 (2.181)	0.476 (1.871)	
D1 R&D specialisation and knowledge transfer	0.092 (2.060)	0.589 (0.682)	
D2: R&D restructuring	-0.137 (1.276)	0.355 (1.590)	
D3: R&D resource redeployment	-0.146 (1.209)	-0.158 (1.663)	
E1: Broadening of R&D mission	-0.430 (1.018)	0.175 (1.210)	
E2: Focussing of R&D mission	0.380 (1.995)	0.717 (1.360)	

^a *t*-Test of the difference between mean values. ***Confidence level > 99%. **Confidence level > 95%. *Confidence level > 90%.

^b Mean values; standard errors in parentheses.

Figura 21 Indicatori sul ruolo del market-relatedness nell'impatto dei M&A sull'R&D

Dagli indicatori analizzati viene fuori un quadro dove le imprese che pre merger erano rivali diminuiscono in tutti gli aspetti le performance sulla ricerca e sviluppo rispetto ad aziende non rivali. Questo fenomeno può essere sicuramente dato dalla maggiore concentrazione che porta alle imprese fuse a non dover lottare per accaparrarsi ulteriori quote di mercato e quindi innovano di meno. Questo studio però riporta anche dati su un campione limitato di M&A; quindi, si possono trarre degli spunti di riflessione sui risultati mostrati è anche vero che non può risultare esaustivo per analizzare il fenomeno, infatti spesso la fusione di due imprese non porta necessariamente ad un assoluto calo della concorrenza in quanto dato le leggi antitrust in vigore vengono ben analizzate le quote di mercato che l'impresa post merger possa acquisire e in molti settori anche post merger le imprese trovano molti competitor dalle dimensioni considerevoli che danno una spinta all'innovazione e lo sviluppo tecnologico.

4.6 PROFITTI DEGLI AZIONISTI DOPO L'ANNUNCIO DI M&A

Uscendo dal perimetro dell'impianto, gli altri stakeholders da considerare sono sicuramente gli azionisti. In questa sezione si andrà ad analizzare come si collega la produttività al profitto degli azionisti e il profitto ottenuto dagli azionisti dell'impresa acquisita nella fase dell'annuncio.

In prima battuta X. Li ha analizzato come i profitti cumulati, i cosiddetti CAR (cumulative abnormal return) variano a seconda della produttività delle imprese in maniera combinata sia che esse siano acquirenti o acquisite. Per poter stimare i risultati cercati lo studioso ha calcolato il CAR dell'impresa target usando il modello di mercato nell'intervallo (-205,-6), invece il CR combinato è calcolato la somma del valore di mercato pesato tra il CAR dell'impresa target e il CAR dell'impresa acquirente. I profitti combinati all'annuncio sono calcolati come il valore totale dei profitti ottenuti dagli azionisti dal merger. Viene anche calcolato l'offer premium ovvero il rapporto tra il valore dell'accordo e il valore di mercato 30 giorni prima dell'accordo dell'impresa target. Il ΔTFP è calcolato come la differenza del TFP tra T-1 e T+1 dove il TFP è calcolato come la media pesata degli output dell'impianto che l'acquirente compra, in questo modo si riesce a catturare due aspetti, il cambio di produttività degli impianti e l'effetto della selezione degli impianti che vengono acquisiti e gli impianti che vengono dismessi.

Nella tabella di figura 23 su 1430 merger analizzati solo 1226 hanno dati sul ΔTFP e solo 660 imprese acquisite sono state acquisite da un'altra impresa presente nella lista del CRSP. Dai risultati si nota facilmente che il ΔTFP è correlato positivamente al CAR combinato, al CAR dell'acquirente. e all'offer premium.

		N	Mean	SD	(1)	(2)	(3)	(4)
(1)	ΔTFP	1,226	0.041	0.259	1			
(2)	Offer Premium	1,226	0.782	1.613	0.030	1		
(3)	Acquirer CAR	660	-0.002	0.074	0.005	0.001	1	
(4)	Combined CAR	660	0.032	0.094	0.047	0.001	0.058	1

Figura 22 Sommario delle principali variabili stimate per lo studio dei profitti all'annuncio del M&A da Li (2013), "Productivity, restructuring, and the gains from takeovers"

Per valutare meglio i CAR combinati in seguito sono state fatte altre stime inserendo ulteriori variabili come la variabile RealSize che è calcolata come il rapporto tra il valore di mercato dell'impresa target e la somma dei valori di mercato dell'impresa target e acquirente, la variabile dummy Related uguale ad 1 se le imprese coinvolte nel merger hanno in comune le prime due cifre del codice SIC. La variabile dummy All cash uguale ad uno se l'intera transazione è stata pagata con cash. Some stock è una variabile dummy uguale ad uno se il metodo di pagamento della transazione prevede il pagamento tramite azioni, la variabile Tender offer uguale ad uno se la transazione è avvenuta tramite un'offerta pubblica d'acquisto. 52-W High Price è il rapporto tra il prezzo più alto dell'impresa target nei 52 giorni precedenti all'annuncio sul valore 30 giorni prima l'annuncio. Log(Asset) è il valore degli asset dell'impresa, Market to book è il rapporto tra il valore di mercato e il valore degli asset. "****", "***", "**" indicano che i valori sono statisticamente significativi rispettivamente al livello 1%, 5% e al 10% .

Nella tabella di figura 24 se osserviamo le prime tre colonne dove nella regressione vengono considerate le caratteristiche delle imprese vediamo che abbiamo una correlazione positiva tra il ΔTFP e i CAR, ciò significa che se un'impresa aumenta la sua produttività anche gli azionisti avranno maggiori profitti, abbiamo quindi un'altra conferma su ciò che era stato affermato nell'analisi della tabella di figura 16. Se le imprese operano nello stesso settore nel momento dell'annuncio gli azionisti in media hanno profitti maggiori del 1.7% rispetto ai merger tra imprese non correlate, al contrario gli azionisti andranno a perdere in media il 2.7% se vengono usate azioni come metodo di pagamento.

	Combined CAR					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ΔTFP	0.027* (0.015)	0.033** (0.015)	0.036** (0.015)	-0.005 (0.018)	-0.018 (0.018)	-0.019 (0.019)
RelaSize	0.175*** (0.014)	0.175*** (0.014)	0.187*** (0.018)	0.176*** (0.014)	0.177*** (0.010)	0.168*** (0.023)
RelaSize * ΔTFP				0.218*** (0.052)	0.299*** (0.065)	0.298*** (0.064)
Related	0.017** (0.008)	0.015* (0.008)	0.025*** (0.008)	0.018** (0.007)	0.015* (0.008)	0.024*** (0.008)
All cash	-0.003 (0.009)	-0.009 (0.010)	-0.005 (0.011)	-0.004 (0.009)	-0.011 (0.010)	-0.006 (0.011)
Some stock	-0.027*** (0.009)	-0.023*** (0.011)	-0.019** (0.012)	-0.027*** (0.009)	-0.023*** (0.011)	-0.020** (0.011)
Tender offer	0.016* (0.008)	0.018* (0.009)	0.011 (0.010)	0.015* (0.008)	0.017* (0.009)	0.010 (0.010)
Log(acquirer asset)		-0.007** (0.003)	-0.007** (0.003)		-0.004* (0.002)	-0.006** (0.003)
Acquirer market-to-book		-0.001 (0.004)	-0.001 (0.004)		-0.001 (0.003)	-0.001 (0.004)
Log(Target Asset)			-0.008** (0.004)			-0.006 (0.004)
Target Market-to-Book			-0.007* (0.004)			-0.007** (0.003)
Observations	660	459	395	660	459	395
Adjusted R^2	0.24	0.25	0.25	0.29	0.30	0.31

Figura 23 Fattori che determinano i CAR

Intravediamo nell'ultima stima commentata come rispetto alle precedenti stime tutte positive questa sia una stima negativa. Quindi sei in media abbiamo una correlazione positiva tra produttività e profitti degli azionisti, sotto determinate condizioni vediamo come gli azionisti invece perdano dei profitti. Quindi se per l'impresa potrebbe essere positivo l'aumento della produttività, in questo particolare caso ne potrebbero pagare un po' il prezzo gli azionisti nel caso venissero usate azioni come metodo di pagamento. Pensando che possiamo identificare gli azionisti come grandi investitori o spesso anche come piccoli risparmiatori che da operazioni di M&A potrebbero vedere erosi parte dei loro risparmi.

4.7 FALLIMENTO DEI M&A

In tutti i paragrafi fin qui scritti si sono affrontati vari temi sul post merger e specialmente su come varia la produttiva prendendo in considerazione diversi fattori delle operazioni ma come spesso accaduto nella storia non si arriva al post merger o se arriva il post merger è disastroso, questo paragrafo ha come obiettivo di analizzare brevemente uno stato dell'arte sui principali motivi di fallimento dei M&A.

In fase di fusione in manager cercano di creare quanto più sinergie possibili attraverso l'adattamento e la modifica dei prodotti e processi esistenti, portando conoscenza e capacità che prima non esistevano prima della fusione. Le sinergie non sono realizzabili attraverso le azioni di uno solo dei partecipanti alla fusione (Farrell and Shapiro, 2001). Le decisioni sono spesso afflitte da ambiguità (Vaara, 2003). Azione e interdipendenze rendono ancora più difficile misurare separatamente contributi (Simon, 1991). Al contrario di come succede in uno sviluppo interno le imprese post fusione non possono fare affidamento su procedure standard, routine, linguaggio condiviso che sono tutte conseguenze di rapporti a lungo termine all'interno dell'azienda. (Kogut e Zander, 1996). Questo scarso coordinamento tra le parte fa sì che la nuova organizzazione non è in grado di ricavare i profitti dalle sinergie attese pre M&A. Si può avere del free riding questo significa che lo sforzo derivi da una sola parte e quindi i guadagni possono essere guadagni non sinergici ottenibili tramite una sola parte (Agarwal et al., 2008). Di conseguenza, in una fusione per sinergie sia questioni di coordinamento che di cooperazione sono potenzialmente presenti (Gulati et al., 2005).

Oltre ai motivi organizzativi ci possono essere ulteriori cause del fallimento di un M&A, spesso può essere semplicemente sfortuna, I manager possono anche essere costruttori di imperi e fondersi, non per aumentare i profitti degli azionisti, ma appartenere a un'impresa più grande (Jensen, 1986). Possono inoltre verificarsi fusioni non redditizie perché le aziende possono fondersi per impedire ai loro partner di fondersi con i rivali (Fridolfsson e Stennek, 2005). Infine, i manager possono irrazionalmente sopravvalutare l'andamento futuro della società

incorporata(Banal-Esta et al., 2008) o non prevedendo problemi derivati da conflitti culture organizzative (Weber e Camerer, 2003).

5 M&A NEL SETTORE AUTOMOTIVE

5.1 LO STATO ATTUALE DELL'INDUSTRIA AUTOMOTIVE

Negli ultimi anni per numerose ragioni che vedremo di seguito il mondo dell'industria dell'automobile ha subito una grande trasformazione. Nel paper "The Future of the Automotive Industry: Dangerous Challenges or New Life for a Saturated Market?" di Annamaria Simonazzi, Jorge Carreto Sanginés, e Margherita Russo si delinea un quadro esaustivo dello stato dell'industria automotive, come si sta sviluppando per affrontare il mercato ormai saturo e le sfide che deve affrontare per rispondere ai nuovi scenari sociali, tecnologici, ambientali e geopolitici. Infatti, è in corso una totale trasformazione della struttura dell'industria con l'ingresso di nuovi attori come, per esempio, fornitori di batterie e di software.

L'industria automotive è un'industria molto concentrata nel 2018 i primi 20 costruttori di automobili impegnavano il 75% dei lavoratori di tutta l'industria ed producevano l'88% del volume mondiale di auto prodotte. Se a livello di costruttori si ha una maggiore concentrazione il fenomeno inverso lo si ha a livello geografico, in quanto l'ampio uso da parte dei principali costruttori del just in time della filosofia lean manufacturing, ha costretto i fornitori ad avvicinarsi agli impianti di assemblaggio di costruttori, i quali si sono diluiti però in zone periferiche dell'Europa come gli ex paesi comunisti e dell'America specialmente in Messico.

Le dinamiche che hanno portato le case automobilistiche a produrre nell'est Europa (Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia e Slovacchia) e in Messico sono molti simili in quanto queste aree offrono manodopera a basso costo a molti incentivi fiscali. Tra il 1990 e il 2015 nell'Europa orientale un afflusso di FDI (Foreign Direct Investment) nel settore automobilistico superiore a 35 miliardi di euro hanno portato a una crescita della produzione da 797 mila a 4,1 milioni di auto (OICA 2018). La strategia dei governi dei paesi sopracitati è quindi attraverso grandi sgravi fiscali di attrarre investimenti esteri.

Il basso costo del lavoro è determinante per il trasferimento di impianti di produzione verso le aree periferiche. In media nel 2016 un operaio in produzione nelle aree dell'Europa percepisce un salario del 27% più basso rispetto ad un lavoratore a pari livello in Germania, se l'operaio tedesco percepisce in media mensilmente 3.122€ l'operaio nell'est Europa ne percepisce mediamente 835€.

Il trasferimento degli impianti nell'Europa dell'est ha messo in difficoltà quei paesi che rappresentavano il cuore pulsante per l'industria automotive per l'Europa, i quali hanno visto un calo drastico della produzione interna di automobili per, tra il 1991 e il 2017 si sono verificati seguenti cali interni Francia (-49%), Italia (-56%), Svezia (-24%), Belgio (-63%), Portogallo (-29%), Paesi Bassi (-28%).

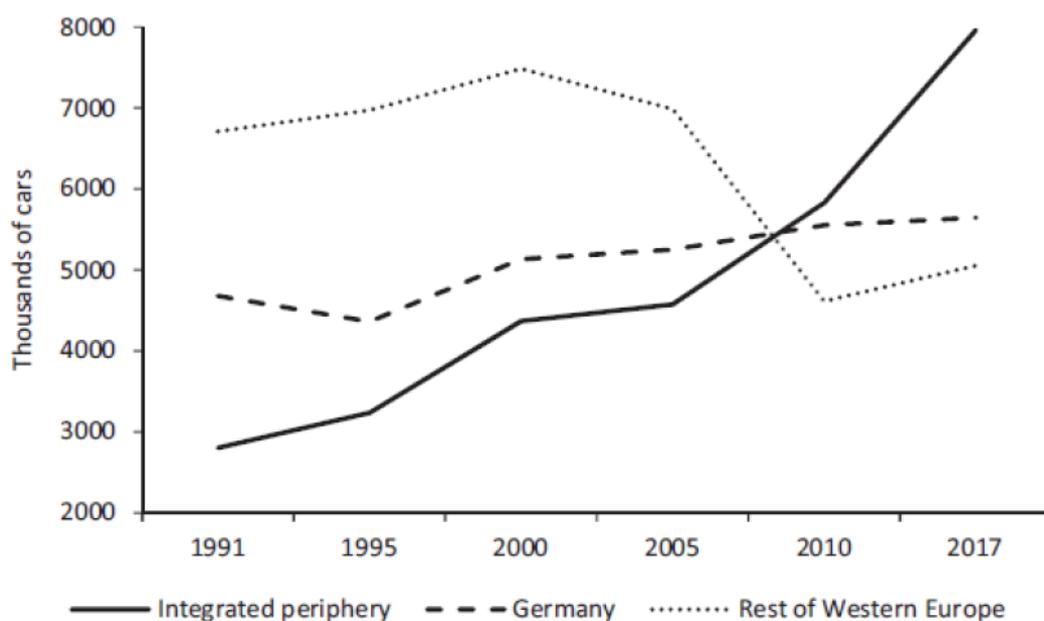


Figura 24 andamento della produzione di auto in Europa, inclusi Marocco e Turchia, 1991 – 2017 da Simonazzi, Carreto Sanginés e Rus (2020), "The Future of the Automotive Industry: Dangerous Challenges or New Life for a Saturated Market?"

L'unico paese europeo che mostra un andamento di leggero aumento contrariamente agli altri è la Germania, una spiegazione a ciò può essere dal fatto che la Germania rappresenta un'eccezione nel panorama dell'industria automotive

europea in quanto al contrario dei car maker italiani e francesi le quali nel loro listino hanno principalmente auto di piccole dimensioni, nei listini tedeschi troviamo principalmente auto premium, l'inserimento di prodotti ad alta tecnologia nei listini hanno permesso ai costruttori tedeschi di evitare la concorrenza sul costo. Secondo i dati riportati da Danyluk entro il 2010, la quota di auto piccole e compatte prodotte all'estero ha raggiunto il 67% per i tedeschi e il 72% per le case automobilistiche francesi, mentre l'assemblaggio del 93% delle auto medio-alte e del 96% delle auto di lusso è avvenuto in Germania.

Tuttavia, studi empirici sull'industria automobilistica hanno rilevato che la ricerca e lo sviluppo tende a concentrarsi in località vicine compagne alla sede aziendale (Mordue e Sweeney 2017). Quindi, per paesi o regioni in cui non vi è la presenza di un'impresa leader globale, la generazione di ricerca e sviluppo può essere problematica. Inoltre, è più probabile che le aziende leader chiudano le fabbriche di assemblaggio all'estero nella semi periferia, ovvero gli impianti che si trovano all'estero rispetto alla sede del costruttore ma non nelle aree più vantaggiose come l'est Europa hanno una maggiore probabilità che siano dismessi.

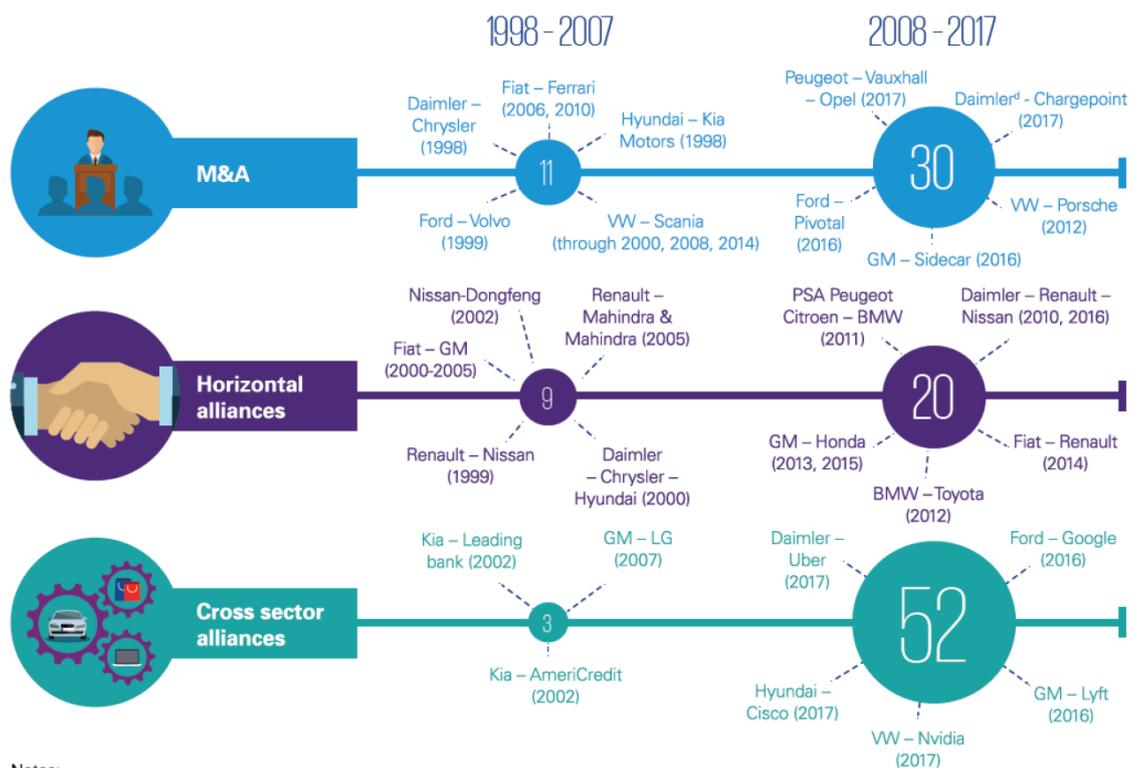
L'Italia il 1998 e il 2018 ha registrato un calo della produzione di veicoli di 1,3 milioni, obbligando i fornitori di parti e componenti affidarsi sempre più a reti di produzione esterne, di conseguenza la struttura dell'occupazione è cambiata drasticamente

La nuova sfida portata dai veicoli elettrici (EV) e i veicoli a guida autonoma (AV) rappresenta un punto cruciale nella storia dell'industria dell'auto, in quanto possono portare ad una rinascita o alla morte dell'industria. Questo cambiamento di paradigma nell'industria metterà anche in difficoltà tutti i paesi dell'est Europa, che dopo aver per anni beneficiato degli investimenti esteri, si trovano con impianti legati soprattutto alla lavorazione di parte meccaniche come motori a combustione interna e trasmissioni, componenti di cui non saranno equipaggiate le auto elettriche, costringendo anche quei paesi a dover innovare i loro impianti adattandoli per la produzione di batterie e veicoli elettrici

Abbiamo quindi che i più importanti costruttori mondiali per poter affrontare al meglio la sfida che comporta investimenti ingenti e rischiosi stanno portando avanti M&A o stringendo alleanze più o meno importanti tra loro non solo per i classici

motivi come entrare in nuovi mercati, economie di scala o avere maggiori capacità produttive ma per poter condividere le conoscenze e i costi di ricerca e sviluppo da sostenere per creare prodotti innovativi come i veicoli elettrici e a guida autonoma. Inoltre le alleanze non vengono strette solamente tra i produttori di autoveicoli ma vengono strette alleanze con imprese digitali che fino a qualche anno fa erano lontane sia geograficamente che strategicamente all'industria automotive ma che con l'introduzione delle ultime generazioni di auto stanno diventando aziende complementari ai costruttori e sempre più importanti nell'industria automotive data l'importanza che l'IT e i big data stanno assumendo nell'industria dell'auto di oggi e del futuro.

Based on the top 15 players and including selected examples from KGM's database



Notes:

- a) Selected examples from the KPMG database
- b) Information based on the top 15 players - excludes divestments to buyers outside the top 15 and supplier acquisitions
- c) Dates represent when the alliance was formed. If more than one date is given, subsequent dates relate to renewals, stake changes or third party additions
- d) Daimler is a leading investor but other automakers have recently invested in Chargepoint

Figura 25 Panoramica delle alleanze nell'industria automotive dal 1998 al 2017, immagine dal database KPMG

Microsoft ha per esempio stretto alleanze per lo sviluppo di veicoli a guida autonoma e connesse con cinque delle principali case automobilistiche ovvero con VW, Renault-Nissan-Mitsubishi, BMW, Daimler e Ford, che rappresentano più di un terzo della produzione mondiale di automobili.

Il mercato delle auto elettriche è in rapida espansione nel 2018 le auto elettriche sono 5.1 milioni di auto, con 2 milioni di auto in più rispetto all'anno precedente. Il più grande mercato per le auto elettriche è la Cina; invece, nonostante le stringenti norme per ridurre le emissioni di CO₂ non ha reagito prontamente al cambiamento. Nel 2018 il più grande produttore di auto elettriche è Tesla con 368000 auto prodotte seguita dalla cinese BYD Auto con 195000 auto.

Le società europee hanno iniziato ad investire nel lancio di modelli EV e per sostenere le case automobilistiche nel maggio 2018 l'unione Europea ha varato un piano strategico per sostenere la costruzione di tutti gli elementi che andranno a costituire una catena di approvvigionamento di batterie completamente europea.

Secondo McKinsey nel 2030 si avrà una in Europa nel parco circolante circa il 40% di auto BEV (Battery Electric Vehicle) e PHEV (Plug-in Hybrid Electric Vehicle) con la perdita di circa 0.3 milioni di posti di lavoro rispetto al 2018. I tagli ai salari e ai posti di lavoro colpiranno principalmente i paesi dell'est Europa ma non risparmieranno i paesi tradizionalmente nel settore auto come Francia, Germania e Italia. Il calo di domanda dovuta alla pandemia di Covid-19 ha accelerato l'andamento negativo portando le case automobilistiche a trattare nuovi contratti con i sindacati cercando di tagliare i costi a spese dei lavoratori e dei fornitori.

Le istituzioni, oltre che a spingere per un cambiamento drastico del mondo automotive in modo da diminuire l'inquinamento e rallentare il riscaldamento globale, dovrebbero far fronte a trovare delle soluzioni alla perdita dei posti di lavoro a cui si va incontro a causa della scomparsa di alcuni componenti nell'auto elettrica, con la distruzione di intere filiere manifatturiere, cercando di sostenere il cambiamento di produzione negli impianti esistenti e di poter fornire ai vecchi

lavoratori, attraverso dei corsi di formazione per esempio, nuove competenze affinché essi possano trovare collocazione nell'industria automotive del futuro.

5.2 REAZIONE DEL PREZZO DELLE AZIONI AL M&A NELLA SUPPLY CHAIN AUTOMOTIVE

Se nel paragrafo precedente si è analizzato il contesto economico e tecnologico in cui si trova l'industria automotive e i motivi che sta portando l'impresa dell'industria a fondersi e a stringere alleanze, in questo paragrafo andremo ad analizzare l'effetto sugli azionisti dei M&A internazionali tra imprese della supply chain automotive.

Questo argomento è stato affrontato da Markus Mentz e Dirk Schiereck nel loro studio "Cross-border mergers and the cross-border effect: the case of the automotive supply industry". Nell' studio hanno utilizzato due database quello della SDC e il database di Bloomberg sui M&A. Il campione prevedeva 697 transazioni con imprese target con codice SIC che indica l'industria della fornitura automotive. Da questo campione sono state effettuate le seguenti restrizioni:

- Il valore della transazione deve essere maggiore di 50 milioni di dollari
- La transazione è stata completata
- L'impresa acquirente ha acquisito una quota di maggioranza dell'impresa target
- Il prezzo delle azioni è disponibile da 252 giorni prima dell'annuncio a 20 giorni dopo l'annuncio dell'operazione

Dopo le restrizioni si ha un campione composto da 192 transazioni nell'industria della supply chain automotive, annunciati e completati in 22 paesi differenti tra il 1981 e il 2004. Tra le 192 operazioni 100 sono transfrontaliere, 74 intercontinentali e 92 di carattere nazionale.

Nella tabella di figura 26 vengono mostrati i primi risultati sui profitti medi degli azionisti, il minimo, il massimo e il delta del valore in \$ delle imprese acquirenti.

Nel Panel A che analizza le transazioni transfrontaliere i risultati ci dicono che esse portano a profitti cumulati positivi. Il profitto medio cumulato è pari a 1.26% nella finestra (-1,+1) e 1.15% nella finestra (0,+1), finestra in cui si ha una variazione di valore pari a 36.22 milioni di dollari, in tutte le finestre temporali si hanno profitti

positivi, per cui si può affermare che per le operazioni transfrontaliere un M&A porta dei vantaggi agli azionisti dell'industria della fornitura automotive.

	CAAR (%)	z-stat.	Median (%)	w-stat.	Min. (%)	Max. (%)	Positive (%)	Δ value [Mio. US\$]
Panel A: cross-border sample								N = 100
[-20, +20]	1.101	0.951	0.213	0.222	-27.43	68.200	51.000	0.178
[-10, +10]	1.186	0.698	0.285	0.686	-40.730	55.953	51.000	38.366
[-5, +5]	1.461	2.066*	0.431	1.625	-17.822	22.919	56.000	48.537
[-1, +1]	1.257	2.429**	0.852	2.515**	-11.301	19.931	61.000	38.878
{0}	0.443	1.392	-0.124	0.301	-8.936	17.587	47.000	13.703
[0, +1]	1.148	2.422**	0.905	2.288**	-9.238	21.582	59.000	36.219
[0, +5]	1.551	2.261*	0.149	1.518	-12.308	25.079	52.000	39.572
[0, +10]	0.272	0.273	-0.319	0.236	-36.320	24.524	49.000	25.403
[0, +20]	0.478	0.628	-0.767	0.105	-24.240	39.535	47.000	22.427
Panel B: transcontinental sample								N = 74
[-20, +20]	0.077	0.398	0.006	0.027	-27.438	33.381	50.000	-26.240
[-10, +10]	0.315	-0.079	-0.112	0.334	-40.730	31.232	50.000	6.049
[-5,+5]	1.604	1.786	0.687	1.519	-17.822	22.919	56.757	55.710
[-1, +1]	1.185	2.018	0.925	2.263**	-11.301	10.419	64.865	32.446
{0}	0.380	1.177	-0.145	0.474	-8.936	12.044	45.946	17.287
[0, +1]	0.971	1.994	0.905	1.966**	-9.238	11.828	60.811	29.578
[0, +5]	1.473	2.014	0.004	1.401	-12.308	25.079	51.351	56.242
[0, +10]	-0.247	-0.405	-0.319	0.070	-36.320	19.205	48.649	14.566
[0, +20]	-0.109	0.140	-1.712	0.162	-24.240	23.793	44.595	14.509
Panel C: national sample								N = 92
[-20, +20]	2.016	0.989	0.856	1.007	-26.536	35.291	51.087	-35.854
[-10, +10]	1.058	0.674	0.179	0.750	-16.246	23.199	50.000	-47.850
[-5, +5]	1.824	1.779	0.828	1.933*	-18.250	24.910	56.522	-2.981
[-1, +1]	1.578	2.252*	1.209	2.965***	-11.832	14.371	57.609	-5.620
{0}	1.046	2.374**	0.344	2.545**	-7.409	13.517	58.696	-4.101
[0, +1]	1.815	2.914**	1.387	3.436***	-10.256	13.243	61.957	6.758
[0, +5]	2.039	2.743**	1.144	3.039***	-11.689	25.990	64.130	16.311
[0, +10]	1.889	2.272*	0.589	2.050**	-12.053	30.962	54.348	-13.504
[0, +20]	2.261	1.703	-0.109	1.287	-12.553	36.849	47.826	-19.301

Figura 26 Profitti medi cumulati degli azionisti delle imprese acquirenti da Mentz e Schierecknel (2008), "Cross-border mergers and the cross-border effect:the case of the automotive supply industry".

Nel Panel B sono presenti i risultati per il campione transcontinentale, dai risultati si nota come vi sono dei rendimenti positivi per gli azionisti ma comunque meno

marcati alle operazioni transfrontaliere. Questi risultati possono essere dovuti a un costo maggiore nell'operazione dato le asimmetrie informative presenti, rispetto all'acquisizione di un'impresa presente in una nazione confinante.

Nel Panel C che mostra i risultati delle transazioni nazionali si evidenziano dei rendimenti positivi per gli azionisti dell'impresa acquirente. In sintesi, qualsiasi sia la natura tra nazionale, transfrontaliera o intercontinentale, dell'operazione gli azionisti dell'impresa acquirente vedranno in media dei ritorni positivi dopo il merger.

	CAAR (%)	z-stat.	Median (%)	w-stat.	Min. (%)	Max. (%)	Positive	Δ value [Mio. US\$]
Complete target sample								N = 54
[-20, +20]	29.587	8.239***	25.296	5.941***	-19.578	89.776	90.741	143.701
[-10, +10]	26.244	7.752***	22.166	5.967***	-7.091	78.396	88.889	118.934
[-5, +5]	25.886	8.495***	24.003	6.096***	-9.665	75.713	92.593	117.700
[-1, +1]	20.132	7.171***	17.286	5.932***	-6.567	70.290	88.889	67.775
{0}	13.102	5.924***	7.470	5.450***	-4.918	67.986	81.481	41.582
[0, +1]	17.696	7.032***	13.536	5.752***	-6.228	67.635	85.185	63.160
[0, +5]	18.101	6.870***	13.961	5.915***	-8.375	73.736	90.741	70.303
[0, +10]	17.505	6.498***	14.192	5.588***	-7.809	71.162	85.185	67.330
[0, +20]	17.517	6.428***	13.725	5.416***	-17.48	68.885	87.037	65.709

Figura 27 Profitti medi cumulati degli azionisti delle imprese acquisite da Mentz e Schierecknel (2008), "Cross-border mergers and the cross-border effect: the case of the automotive supply industry".

Nella tabella di figura 27 si vede come in media anche per gli azionisti delle imprese acquisite per tutte le finestre temporali si hanno dei ritorni positivi.

In conclusione, dal campione preso in considerazione sia per gli azionisti dell'impresa acquirente sia per gli azionisti dell'impresa target si ha un aumento del benessere. Questa conclusione aggiunge un'altra motivazione, oltre a quelle tecnologiche e industriali di cui si è parlato nel paragrafo 5.1, al ricorso sempre più ricorrente dei M&A nell'industria automotive.

5.3 IL CASO FCA-PSA

Il mercato automotive sta affrontato un periodo cruciale in cui deve affrontare grandi cambiamenti di policy e tecnologici, questi shock, come già detto in diversi punti in questa tesi può sicuramente portare ad un'ondata di M&A.

L'industria automobilistica è un tipo di industria ad alta intensità di capitale quindi sarà necessario un consolidamento tra le industrie che operano nel settore. Già nel 2015 Sergio Marchionne, da amministratore delegato di FCA ha pubblicato uno studio dal nome "Confession of a capital Junkie" con un'analisi chiara sui problemi derivati della crescita costante dei capitali investiti specialmente in R&D e come i principali player del mercato affrontano il problema

Nello studio si sottolinea come le case automobilistiche abbiano speso nel 2014 più 100 miliardi di dollari per la realizzazione del prodotto finito.

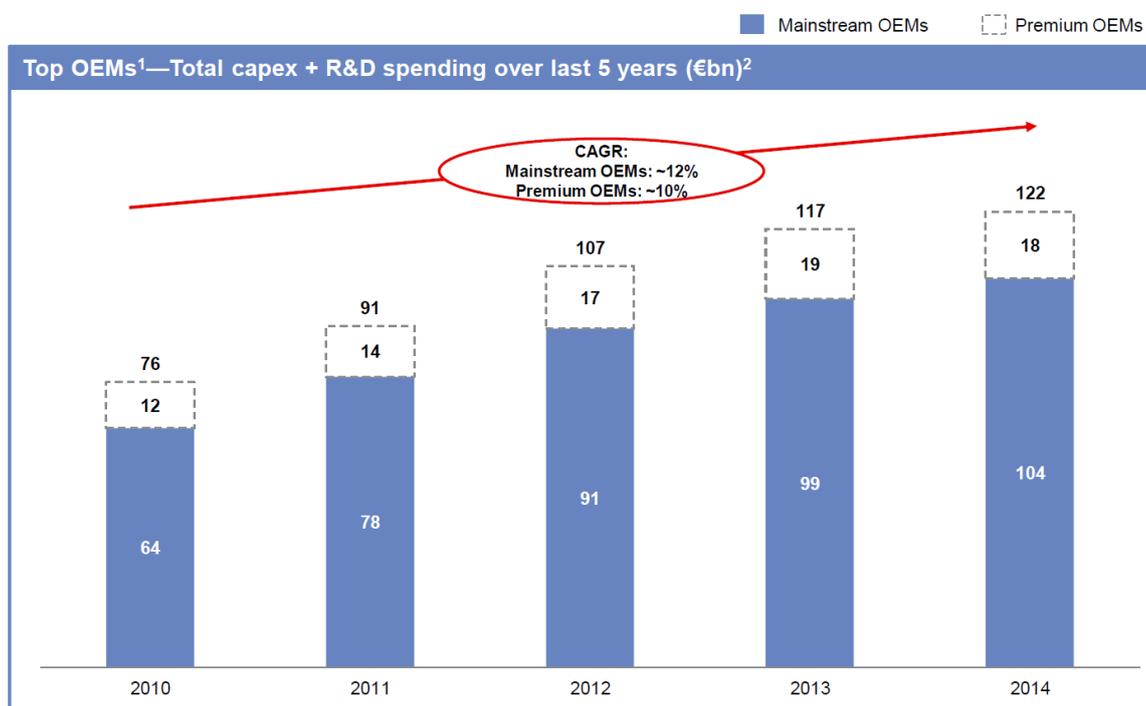


Figura 28 Andamento 2010-2014 capex e spesa in R&D da "Confession of capital junkie" 2015

Nel grafico di figura 28 si vede una forte crescita degli investimenti effettuati dai principali costruttori mondiali, investimenti che per lo sviluppo dei nuovi veicoli elettrici non ha smesso di crescere in questi anni, i quali sono difficili da recuperare nel breve periodo in quanto non riconosciuti dall'utente finale.

Il gruppo Mercedes Benz – Daimler ha in programma di lanciare circa 130 modelli entro il 2030 con un investimento di 42 miliardi di euro. L'alleanza Renault – Nissan – Mitsubishi nel breve periodo investirà 10 miliardi di euro per le auto elettriche. La cifra investita dalla tedesca Audi fino al 2020 è circa al 20 miliardi di euro. Il gruppo PSA prevede un investimento pari a circa 600 milioni di euro annui per lo sviluppo e la commercializzazione di veicoli elettrici; invece, FCA prevede un investimento di circa 9 milioni fino al 2022 di cui 1,5 miliardi nello sviluppo di veicoli BEV e altri 800 milioni per lo sviluppo di veicoli full electric a marchio Maserati.

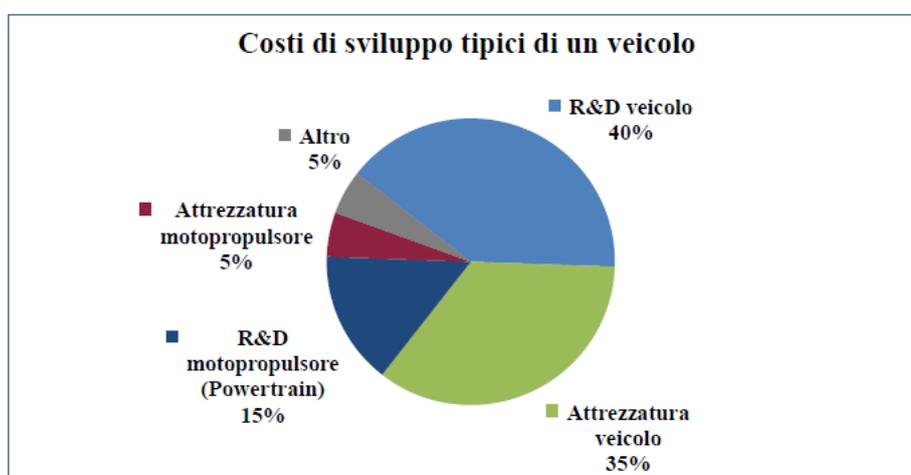


Figura 29 Costi tipici di sviluppo di un veicolo da “Confession of capital junkie” 2015

Dal grafico di figura 29 si nota come sia predominanti i costi di R&D per la commercializzazione di un nuovo veicolo, la soluzione proposta in questo documento dal manager di FCA è quello di ridurre il numero di piattaforme per aumentare le economie di scala, politica già messa in atto da alcune case

automobilistiche, infatti come si può vedere dal grafico di figura 40 già nel decennio tra il 2004 e il 2014 si ha una diminuzione del numero di piattaforme e un aumento di top hats (ovvero la parte superiore del corpo auto) che condividono la stessa piattaforma, con un conseguente aumento dei modelli in commercio per poter sempre più incontrare il gusto e le esigenze di ogni cliente e in conclusione avere maggiori volumi di vendita per le auto che però condividono ciò che è più costoso in uno sviluppo, ovvero la piattaforma.

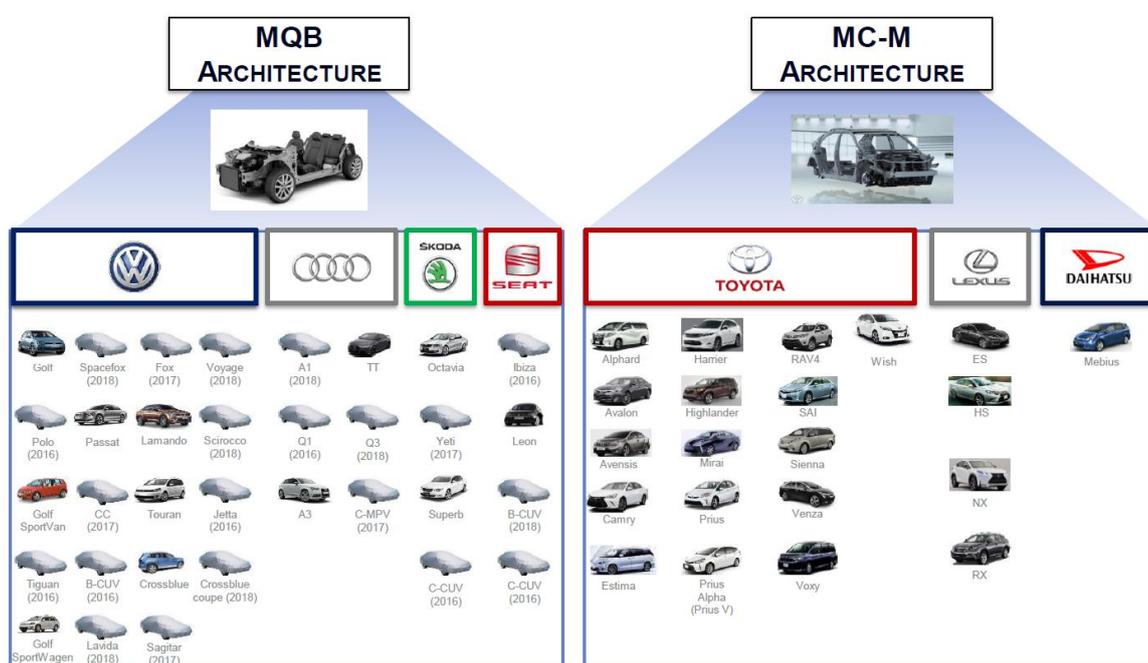


Figura 30 piattaforme condivise per i gruppi automobilistici Volkswagen e Toyota da “Confession of capital junkie” 2015

In figura 30 si può apprezzare come i gruppi Volkswagen e Toyota attraverso le loro rispettive piattaforme MQB e MC-M producano molti modelli attraverso anche brand differenti che vanno ad incontrare differenti target di clienti per età e fascia di prezzo.

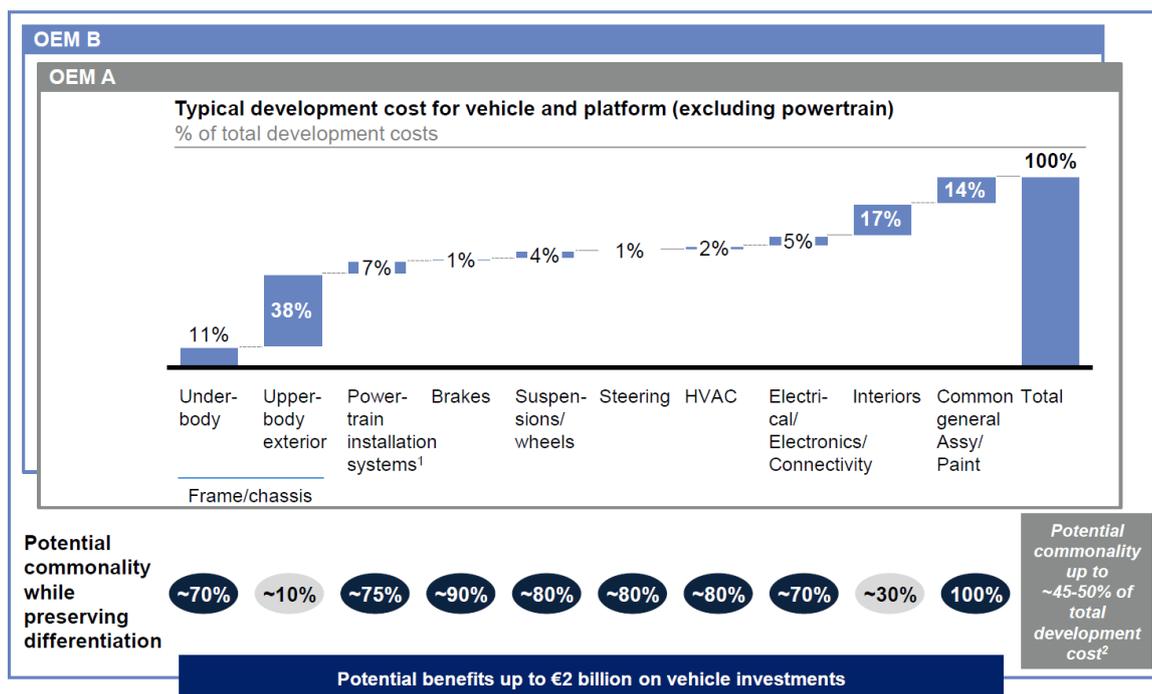


Figura 31 Costi tipici di sviluppo per veicolo e piattaforma escluso powertrain da “Confession of capital junkie” 2015

Nella figura 31 si può apprezzare come sia suddivisi i costi di sviluppo per veicolo e piattaforma per due produttori di auto generici, considerando i costi che potrebbero essere comuni ad entrambi i veicoli si arriva ad un risparmio di circa il 50% del totale dei costi di sviluppo.

È proprio sui temi che abbiamo proposto fino ad ora che si sviluppa la fusione tra i due gruppi automobilistici FCA e PSA nel nuovo gruppo Stellantis nato il 16 gennaio 2021.

La fusione si pone come uno degli obiettivi principali quelli di affermarsi come leader globale nel settore; infatti, se prima della fusione nel 2018 FCA era ottava per veicoli venduti con 4,8 milioni di unità e il gruppo PSA era la nona costruttrice per veicoli venduti con 3,9 milioni di unità, il gruppo Stellantis diventerà la quarta per volumi

venduti con 8,7 milioni di auto dietro solamente a Volkswagen, l'alleanza Renault – Nissan – Mitsubishi e il gruppo Toyota.

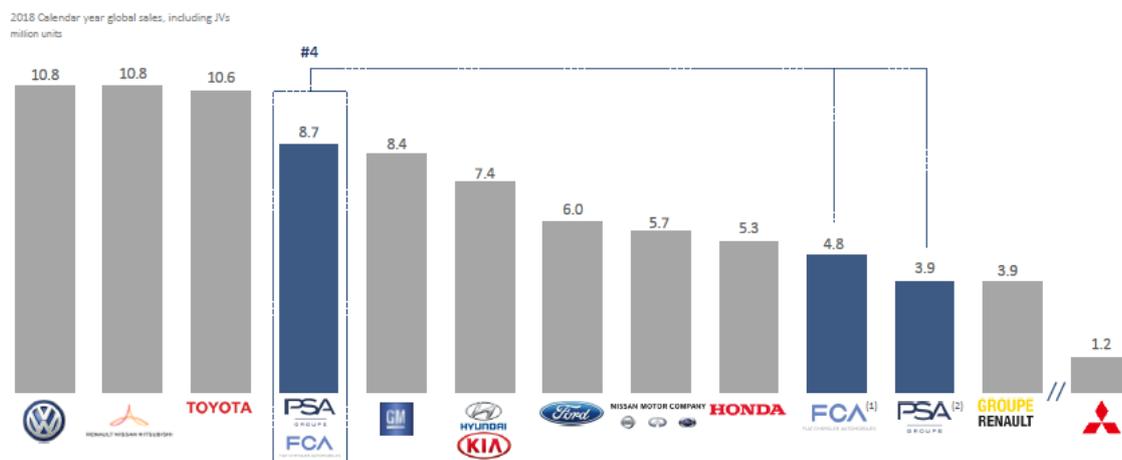


Figura 32 Volumi di automobili vendute per i primi dieci marchi globali da “PSA and FCA proposed merger” 2019

La fusione si pone come altro obiettivo di poter affrontare con maggiore sicurezza e decisione il cambiamento che si prospetta nel panorama automotive con l'introduzione nel mercato delle auto a guida autonoma e la presenza sempre più rilevante in termini di volumi per i veicoli elettrici e ibridi in modo da rispettare gli obiettivi di riduzione di CO2 imposti dai legislatori.

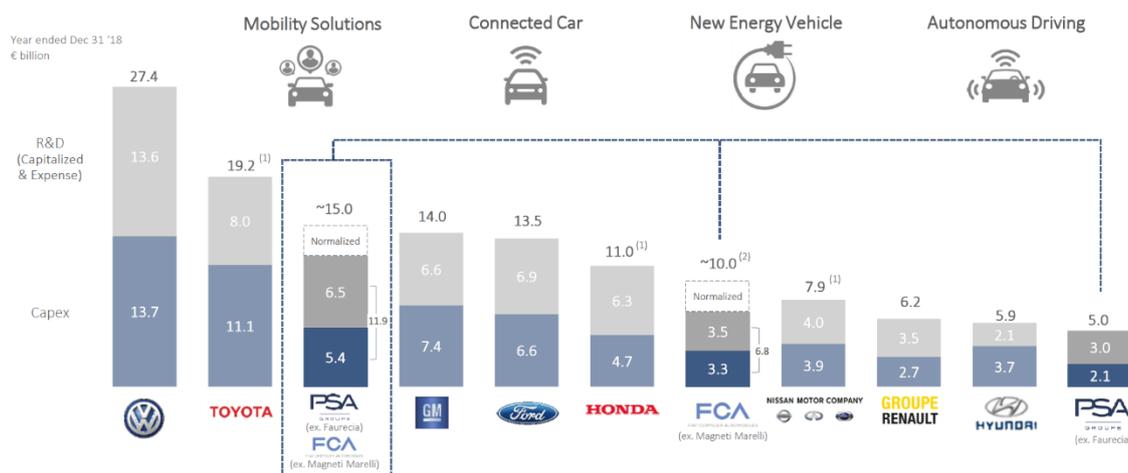


Figura 33 Investimenti per lo sviluppo di nuove auto da “PSA and FCA proposed merger” 2019

Dal grafico di figura 33 si mostra come nelle previsioni di Stellantis le sinergie che si dovrebbero creare dalla fusione potrebbero portare ad una riduzione annua di circa 3 miliardi di euro per gli investimenti e la ricerca e sviluppo, passando dai circa 10 miliardi di euro di FCA e circa 5 miliardi di euro di PSA a un totale di 11.9 miliardi di euro post fusione.

Le sinergie stimate danno una riduzione di circa il 40% dei costi legati al prodotto, quindi risparmio sul veicolo, powertrain e produzione, un altro 20% di risparmio dagli acquisti in quanto si possono sfruttare economie di scala con volumi maggiori e poter conquistare prezzi migliori attraverso nuovi fornitori, un altro 20% di riduzione costi viene stimato in vari ambiti come la logistica, marketing e IT, il tutto per un ammontare di circa 3,7 miliardi annui di costi in meno.

L’obiettivo della fusione dei due gruppi è anche quello di poter soddisfare tutte le necessità dei clienti ottimizzando però il numero di piattaforme e powertrain usati, le prime due piattaforme per utilizzo saranno utilizzate per circa i 2/3 dei veicoli venduti, così da raggiungere anche alti volumi sulle piattaforme per uguagliare i primi costruttori di auto globali, inoltre migliorare l’efficienza dell’R&D risparmiando sui costi sovrapposti e raggiungere un alto livello di componenti comuni tra le auto commercializzate.

FCA
FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES

PSA
GROUPE

	Luxury	Premium	Mainstream		
			SUV	Pass Car/ CUV/MPV	Truck/LCV
FCA	MASERATI	ALFA ROMEO	Jeep	FIAT LANCIA DODGE CHRYSLER	RAM FIAT PROFESSIONAL
PSA		DS AUTOMOBILES		PEUGEOT CITROËN	VAUXHALL

Figura 34 Portfolio dei marchi FCA e PSA da “PSA and FCA proposed merger” 2019

Dalla figura 34 si nota come la fusione dei gruppi risulta interessante da punto di vista della complementarità dei marchi in portfolio ai due gruppi, in quanto i marchi Jeep e Maserati vanno a coprire i buschi nel listino PSA rispettivamente nei segmenti SUV e Luxury. Inoltre, i numerosi marchi presenti nei segmenti A B e C dove i margini di markup sono molto bassi si può lavorare al meglio sulle sinergie per poter contenere i costi e accentuare le economie di scala.

La fusione tra i due gruppi nella nuova società Stellantis potrebbe risultare determinante per la sopravvivenza di alcuni marchi e per permettere al nuovo gruppo nascente di poter affrontare le insidie che si prospettano in modo più sicuro diluendo i costi di ricerca e sviluppo su un volume nettamente maggiore di unità vendute.

Come visto nei capitoli precedenti le fusioni potrebbero generare dei licenziamenti in quanto in media si ha una riduzione di lavoratori, specialmente tra gli operai; quindi, starà alla nuova società e le parti sociali trovare il miglior compromesso per non mettere a repentaglio decine di posti di lavoro. L’augurio è che il merger possa portare i risultati attesi in questo paragrafo per poter salvare anche l’indotto di

fornitura di componenti presente sul territorio italiano, specialmente nel territorio piemontese.

6 CONCLUSIONI

Il tema dei M&A di cui si è voluto dare una panoramica in questa tesi è un tema molto vasto, che coinvolge svariati aspetti economici, giuridici, industriali e organizzativi; pertanto, l'elaborato in questione non potrà mai essere esaustivo sul tema.

L'elaborato ha come obiettivo di comprendere le motivazioni che portano al fenomeno che, come visto, si possono riassumere principalmente in due grandi scuole di pensiero. Da un lato si ha la teoria neoclassica che ritiene causa scatenante di una wave qualsiasi shock che posso esserci come ad esempio shock economici o tecnologici, dall'altro si ha la teoria comportamentale ritiene che a scatenare un'ondata di merger sia la sopravvalutazione delle azioni e i manager che grazie a questa sopravvalutazione riescono a compiere questo tipo di operazioni, anche in contrasto tra le due teoria è il tema del post merger in quanto se la prima teoria ritiene che le operazioni portino ad una migliore allocazione delle risorse la seconda ritiene al contrario che le operazioni non portino sempre a soluzioni che migliorano l'efficienza e che siano compiute dai managers per avere maggior profitti.

Nel capitolo 3 si è potuto apprezzare quanti siano i passaggi formali e non per compiere un merger, i numerosi passaggi da compiere necessitano quindi di professionisti che conoscendo profondamente il tema possano fare al meglio l'interesse delle parti coinvolte. Anche il legislatore non sta a guardare durante un M&A se tale operazione diventa di interessa nazionale, continentale o extra continentale cercando di fare in modo di porre limite a tutti i comportamenti scorretti che possono presentarsi per esempio in un'asta competitiva. L'iter più o meno complicato che deve compiere questo tipo di operazione e uno sguardo attento delle istituzioni ha sì limitato nel tempo i comportamenti scorretti ma essi esistono ancora tutto oggi.

Nel capitolo 4 conclude a più riprese che l'efficienza delle imprese soggette ad un M&A aumentano sensibilmente, si nota che gli impianti venduti in media vedono un aumento del 3.4% della loro produttività, se la transazione avviene nel periodo di

wave la produttività aumenta in media di un ulteriore 2%, molti dei risultati trovati vanno quindi ad appoggiare la teoria neoclassica in quanto si ha realmente una migliore allocazione delle risorse. Come già scritto più volte i M&A sono molto complicati quindi si hanno delle situazioni particolari dove effettivamente non si trova un aumento della produttività; infatti, negli studi analizzati si trova che se l'asset è acquisito da un'impresa meno produttiva si avrà un declino della produttività degli impianti acquisiti e quindi non si ha una migliore allocazione delle risorse andando così a sostenere la tesi della teoria comportamentale. Un altro campo importante su cui si possono avere delle sinergie e quello della ricerca e sviluppo, si nota come in generale si ha un aumento di efficienza della ricerca e sviluppo ma se le imprese pre merger sono rivali non si vede un incremento di tale parametro, probabilmente la diminuzione di concorrenza porta le imprese ad innovare meno.

Un settore su cui il fenomeno studiato è molto presente è quello automotive. L'industria sta vivendo un periodo cruciale per la sua esistenza e sta cercando di affrontare al meglio gli shock economici e tecnologici con la sfida delle vetture elettriche e guida autonoma. Le motivazioni che portano ad un M&A per le imprese automotive vanno a sostenere la teoria neoclassica in quanto per lo sviluppo delle auto vi sono costi molto alto in R&D e le fusioni portano a poter ottimizzare i costi di sviluppo che altrimenti sarebbero duplicati per le imprese che non sono fuse tra loro. Si stima nel caso particolare della fusione tra FCA e PSA delle sinergie per l'R&D pari ad un risparmio di circa tre miliardi di euro all'anno.

In conclusione, si può affermare sicuramente che in molti casi un M&A porti ad un incremento delle sinergie, con aumento della produttività, risparmi in ricerca e sviluppo e maggiori profitti per gli azionisti ma altrettanto si può affermare che questi risultati non avvengono sempre e che se le aziende coinvolte hanno determinate caratteristiche si può avere l'effetto opposto, in quanto come sottolineato nel paragrafo 4.7 comportamenti di free riding da parte di una delle parti o la presenza di asimmetrie informative, porta il M&A al fallimento.

BIBLIOGRAFIA

- ❖ Adra, Barbopoulos and Saunders (2020), The impact of monetary policy on M&A outcomes
- ❖ AIFI, Come valutare, acquistare e cedere un'azienda
- ❖ Boone e Mulherin (2007), How Are Firms Sold?
- ❖ Cassiman, Colomboc, Garrone Veugelers (2004), The impact of M&A on the R&D process. An empirical analysis of the role of technological- and market-relatedness
- ❖ Coase (1937), The Nature of the Firm
- ❖ Dhleifer and Vishny (2001), Stock Market Driven Acquisitions
- ❖ FCA e PSA (20019), "PSA and FCA proposed merger"
- ❖ FTC (2009), What is the Premerger Notification Program?
- ❖ Gort (1969), An economic Disturbance Theory of Mergers
- ❖ Harford (2003), What drives merger waves?
- ❖ Klemperer (2002), What really matter in auction design
- ❖ Li (2013), Productivity, restructuring, and the gains from takeovers
- ❖ Maksimovic and Phillips (2001), The Market for Corporate assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains?
- ❖ Maksimovic e Phillips (2001), The Market for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains?
- ❖ Maksimovic Philips e Young (2013), Private and Public Merger Waves
- ❖ Mentz e Schierecknel (2008), "Cross-border mergers and the cross-border effect: the case of the automotive supply industry".
- ❖ Nguyen e Phan (2017), Policy Uncertainty and Mergers and Acquisitions
- ❖ Rhodes-Kropf and S. Viswanathan (2004), Market Valuation and Merger Waves
- ❖ Simonazzi, Carreto Sanginés e Rus (2020), "The Future of the Automotive Industry: Dangerous Challenges or New Life for a Saturated Market?"

SITOGRAFIA

- ❖ https://ec.europa.eu/competition-policy/mergers/procedures_en
- ❖ https://en.wikipedia.org/wiki/Mergers_and_acquisitions
- ❖ <https://it.businessinsider.com/il-dopo-dieselgate-di-volkswagen-investe-80-miliardi-per-produrre-15-milioni-di-auto-elettriche-a-basso-prezzo-e-surclassare-tesla/>
- ❖ <https://it.businessinsider.com/il-dopo-dieselgate-di-volkswagen-investe-80-miliardi-per-produrre-15-milioni-di-auto-elettriche-a-basso-prezzo-e-surclassare-tesla/>
- ❖ <https://it.businessinsider.com/il-dopo-dieselgate-di-volkswagen-investe-80-miliardi-per-produrre-15-milioni-di-auto-elettriche-a-basso-prezzo-e-surclassare-tesla/>
- ❖ <https://www.investireoggi.it/motori/daimler-spendera-20-miliardi-di-euro-in-batterie-per-auto-elettriche/>
- ❖ <https://www.mediterraneocapital.co.uk/post/storia-del-mercato-delle-fusioni-e-acquisizioni>
- ❖ <https://www.qualenergia.it/articoli/chi-investe-di-piu-nellauto-elettrica-germania-e-cina-davanti-a-tutti/>
- ❖ <https://www.qualenergia.it/articoli/chi-investe-di-piu-nellauto-elettrica-germania-e-cina-davanti-a-tutti/>