

**Tesi di laurea magistrale in ECONOMIA E FINANZA**

**Performance post M&A in periodi di crisi: Analisi  
empirica nell'area Euro**



**Studente**

Matteo Di Sabatino

**Relatore**

Prof. Raffaele Oriani

**Correlatore**

Jacopo Carmassi

# Performance post M&A in periodi di crisi: Analisi empirica nell'area Euro

## Indice analitico

*Abstract*

*Capitolo primo*

1.1 Definizione

1.2 Tipologie di M&A

1.3 Breve cronistoria delle M&A waves

1.3.1 *M&A, sviluppi recenti nell'Unione Europea*

1.4 Motivazioni alla base dell'M&A

1.4.1 *Efficienza*

1.4.2 *Miglioramento della performance della target*

1.4.3 *Benefici finanziari e fiscali*

1.4.4 *Espropriazione degli stakeholders*

1.4.5 *Effetti sul potere di mercato*

1.4.6 *Ottenere skills e tecnologie più velocemente rispetto al caso di produzione interna*

1.4.7 *Bramosia e/o alterigia del management*

1.4.8 *Market timing*

1.4.9 *Domanda e pressioni per la crescita*

1.4.10 *Fusioni come mezzo per ristrutturare le imprese in difficoltà*

1.4.11 *Obiettivo finale di un'M&A: creare valore intercettando le possibili sinergie*

## *Capitolo secondo*

### 2 Il processo di M&A

#### 2.1 l'analisi strategica preventiva

#### 2.2 la selezione della giusta target

2.2.1 *Tipo di target (growth vs value firms)*

2.2.2 *Acquisire con il corretto timing le target più promettenti*

2.2.3 *Grandezza relativa degli assets*

#### 2.3 Valutazione di un'operazione di M&A

2.3.1 *La valutazione delle sinergie derivanti da un'M&A*

#### 2.4 La fase di negoziazione

2.4.1 *Il calcolo del rapporto di cambio*

#### 2.5 Il metodo di contabilizzazione

#### 2.6 Il processo d'integrazione (rilevanza strategica)

## *Capitolo terzo*

### 3 Misure di performance ed evidenza empirica nella fase successiva l'integrazione

#### 3.1 Risultati della letteratura sulle principali determinanti della performance operativa successiva l'M&A

3.1.1 *cash vs stock financing*

3.1.2 *domestic vs cross border*

3.1.3 *livello d'indebitamento e liquidità disponibile per l'acquirente*

3.2 L'aggiustamento dei cash flows (la scelta del deflatore)

3.3 La scelta del benchmark di performance

3.4 La variazione delle performance operative

3.5 L'arco temporale di valutazione

#### *Capitolo quarto*

4 L'analisi empirica (presupposti)

4.1 La metodologia, il matching e la scelta della misura di performance

4.2 Gli anni analizzati nel calcolo della performance operativa pre e post  
M&A

4.3 La struttura del modello

4.4 Descrizione del campione d'analisi

4.5 L'evidenza empirica

4.5.1 *Studio dei confronti tra la performance operativa dell'anno antecedente  
all'operazione di M&A e i tre successivi*

4.5.2 *Studio dei confronti tra le variabili considerate prima della M&A rispetto a due  
variabili categoriali (metodo di pagamento e tipologia di acquisizione)*

4.5.3 *Analisi della relazione tra le variazioni osservate di performance operativa e le  
variabili precedenti l'anno dell'M&A*

4.5.3.1 *Studio della relazione su variazione FCF*

4.5.3.2 *Studio della relazione su variazione EBITDA/Total Assets*

4.5.3.3 *Studio della relazione su variazione (EBITDA - NWC)/Total Asset*

4.5.3.4 *Studio della relazione su variazione EBITDA/Sales*

4.5.3.5 *Studio della relazione su variazione (EBITDA - NWC)/Sales*

*Conclusioni*

*Appendice*

*Indice bibliografico*

## *Abstract*

Il lavoro prende spunto dalla volontà di analizzare la performance operativa post acquisizione nell'area Euro nell'arco temporale compreso tra gli anni 2007 e 2011. Il campione è composto da 108 aziende delle quali, per il tramite di specifici database (in particolare Bloomberg e Zephyr), si sono raccolti, e successivamente analizzati, comuni indici di bilancio, già testati ed adoperati in passato da buona parte della letteratura sul tema.

La tesi è suddivisa in quattro capitoli, di cui i primi tre vanno visti come un presupposto imprescindibile atto ad apprezzare consapevolmente i risultati ottenuti ed elencati nel corso del quarto capitolo. Molti lavori in letteratura sono dedicati alla misurazione della performance operativa, sia nella fase precedente che in quella successiva all'acquisizione e/o fusione. L'originalità della tesi a parere di chi scrive risiede proprio nel ristretto arco temporale di valutazione, quello interessato maggiormente dal dilagare della crisi dei mercati finanziari.

# Performance post M&A in periodi di crisi: Analisi empirica nell'area Euro

## 1.1 Definizione

Il termine acquisizione (*acquisition*) individua il processo tramite il quale una società, la *bidder*, acquisisce una porzione maggioritaria o comunque il controllo totale di un'altra società (solitamente) chiamata *target*. Si tratta di interventi complessi che spesso rappresentano uno strumento indispensabile per attivare processi di crescita delle imprese e creare valore per gli azionisti. Tali processi provocano modificazioni permanenti sulla struttura proprietaria di una o più imprese. Solitamente il prezzo a cui sono valutate le azioni della *target* è superiore al loro valore di Mercato (si riscontra a seconda dei casi la presenza di un premio d'acquisto più o meno ampio). Ad operazione completata, la *bidder* assume la proprietà del totale delle attività e delle passività riconducibili all'impresa *target*.

Nel processo di fusione (*merger*) due o più società uniscono le proprie forze ed integrano le proprie strutture (manageriali, tecnologiche e gestionali, fisiche etc.) al fine di formare una nuova società. A fusione ultimata, la proprietà della nuova società è condivisa dagli originari azionisti delle due imprese che intraprendono tale operazione. Una peculiarità delle fusioni, non condivisa con le acquisizioni, è che, mentre nel primo caso si verifica la scomparsa legale di una delle due società, ciò non avviene necessariamente nelle seconde. Gli operatori economici hanno individuato nel trinomio *crescita-diversificazione-investimento*

in risorse umane l'imperativo strategico per competere nell'attuale sistema di Mercato. Malgrado ciò, perlomeno nel contesto europeo, non tutte le imprese dispongono di sufficienti risorse finanziarie e manageriali da impiegare in una crescita per linee interne. L'alternativa più accreditabile diventa dunque la crescita per linee esterne mediante un'operazione di M&A. Queste operazioni possono dunque essere definite anche come processi di crescita esterna mediante i quali un'impresa ottiene le capacità e le risorse necessarie per implementare una determinata strategia, magari acquisendo un'altra impresa già avviata. La scelta tra crescita interna od esterna equivale in sostanza ad una scelta di *make or buy*, laddove occorre aver ben chiari i vantaggi e gli svantaggi di cui le alternative sono portatrici<sup>1</sup>.

## 1.2 *Tipologie di M&A*

Prima di tutto è utile ricordare che da un'analisi comparata dei vari modelli proposti dalle maggiori società di consulenza emerge chiaramente la separazione del processo di acquisizione in quattro fondamentali stadi: il primo ha a che fare con la selezione dell'impresa *target* da parte della *bidder*, successivamente abbiamo le fasi di valutazione, negoziazione ed infine la fase d'integrazione. Questo lavoro, nella sua parte conclusiva, quindi nell'analisi empirica svolta su di un campione di imprese dell'area-euro, andrà a valutare una quinta componente altrettanto rilevante ai fini della valutazione complessiva di

---

<sup>1</sup> Un contributo sul tema è fornito da Snichelotto, Pegoraro, *Le operazioni di m&a come strumento di vantaggio competitivo*, 30-01-2009, Rivista n.3 Febbraio 2009



un'operazione di M&A: la *performance* della nuova entità a seguito della fusione o dell'acquisizione. Il processo di cui si parla crediamo non possa essere inquadrato in stadi discretamente separati l'uno dall'altro, al contrario la *performance* post-acquisizione sarà la conseguenza, più o meno diretta, della qualità e dell'accortezza con cui sono state messe in atto le fasi precedentemente elencate (in Fig. 1 un grafico che esprime in maniera semplice e intuitiva parte dei concetti pocanzi esposti).

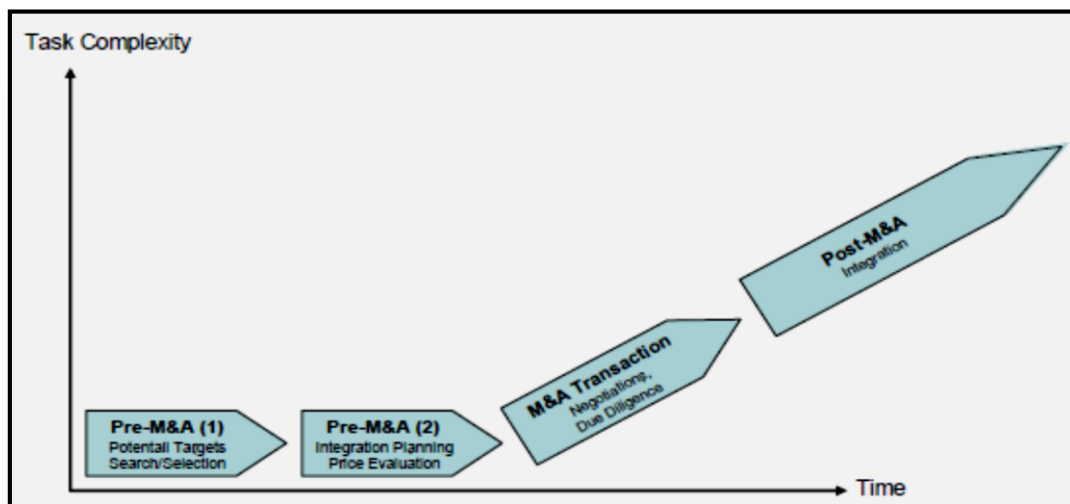


Figura 1: L'evoluzione e la complessità dell'operazione di M&A (adattamento da Steger e Kummer, 2007)

Pensiamo sia opportuno operare un'ulteriore differenziazione delle operazioni di acquisizione e fusione in base al tipo di accordo (*deal*) messo in atto. Faremo riferimento alle sinergie<sup>2</sup> derivanti da tali operazioni ed alla tassonomia introdotto da *W.L. Megginson, A. Morgan e L. Nail* nel 2002:

<sup>2</sup> Possiamo distinguere le sinergie tra operative e finanziarie. Le sinergie operative comportano:

- *Operazioni verticali*: tra imprese che occupano posizioni differenti nella *supply chain* e sono dunque legate da una relazione cliente/fornitore. I vantaggi di questa soluzione risiedono nelle economie di scopo (costo medio del prodotto inferiore a causa dell'utilizzo degli stessi *assets* o di un simile tipo di *know-how*) e nelle economie di integrazione, ottenute grazie ad un'internalizzazione di attività che erano precedentemente svolte all'esterno.

- 
- *Incremento del controllo dei prezzi*: la conquista di maggiori quote di mercato può ridurre la competizione sui mercati di vendita e su quelli di approvvigionamento, traducendosi in maggiori margini e flussi operativi;
  - *Incremento dei tassi di crescita*: può verificarsi per le migliori opportunità di mercato che possono cogliere le imprese di più grande dimensione, sia nel settore di competenza che in nuovi settori;
  - *Combinazione di punti di forza funzionali*: derivante dalla capacità di combinare capacità differenti; è il caso tipico di un'azienda con forti capacità di marketing che acquisisce un'azienda con buoni prodotti ma con scarsa competenza per venderli ottimamente;
  - *Economie di scala*: efficienze di costo sia nella parte produttiva, sia nella distributiva e logistica, sia nella parte amministrativa, in virtù di una maggiore forza contrattuale con i fornitori, di una riduzione del personale o di un miglior sfruttamento della capacità produttiva;

Possiamo elencare brevemente anche le sinergie sul fronte finanziario:

- *Incremento della capacità di credito*: può verificarsi soprattutto quando l'unione di due aziende può rendere più stabili e prevedibili i flussi di cassa generati, ad esempio perché operanti in settori aciclici;
- *Diversificazione*: è probabilmente la motivazione più controversa, visto che spesso porta ad una minore focalizzazione sulle attività, con un effetto netto negativo, anziché positivo;
- *Beneficio fiscale*: la disponibilità di perdite pregresse da parte di una delle due aziende può essere una ulteriore fonte di efficienza finanziaria perché riduce l'imponibile complessivo, qualora l'azienda non abbia redditi sufficienti per utilizzarle;
- *Incremento della capacità di investimento*: può avvenire quando l'unione è tra un soggetto con buone disponibilità di cassa, ma tassi di ritorno limitati sugli investimenti, ed un altro soggetto che propone invece progetti interessanti, ma è limitato da restrizioni sul credito e non potrebbe realizzarli.

- *Operazioni orizzontali*: il riferimento è ad accordi che hanno luogo tra imprese appartenenti lo stesso settore. In tal modo è possibile aumentare la quota di mercato, andando talvolta ad acquisire un diretto *competitor*. Altra conseguenza diretta è rappresentata dall'aumento del potere contrattuale verso i clienti e verso i fornitori. Le operazioni orizzontali dovrebbero incentivare il raggiungimento di economie di scala, le quali a loro volta contribuiscono a migliorare l'efficienza e l'efficacia produttiva.

- *Operazioni conglomerate*: stavolta le imprese appartengono a business differenti. Il principale beneficio ricercato da una società che attua tale operazione è da rintracciare nella diversificazione, ossia nella diminuzione della volatilità relativa il portafoglio di attività gestite, elemento che va di pari passo con il minor rischio percepito dal Mercato in riferimento alla nuova entità. Potrebbero inoltre nascere delle economie di scopo laddove le due parti in causa condividano parte delle tecnologie e del *know-how* adoperato nei processi aziendali. Al fine di massimizzare l'effetto diversificazione sarà consono detenere attività con rendimenti correlati negativamente, o comunque scarsamente correlati.

Un'ulteriore classificazione fa riferimento alla tipologia d'accordo: si parla di *private placement* quando lo stesso è raggiunto mediante negoziazione privata (la sua peculiarità è rappresentata dall'essere accessibile anche alle imprese che non

hanno la possibilità di quotarsi in Borsa<sup>3</sup>), laddove l'alternativa consiste nel ricorrere direttamente al Mercato finanziario. In questo caso la *bidder* ha due opzioni: acquisire il controllo della *target* mediante un'offerta mirata agli azionisti esistenti o altrimenti lanciare un'OPA (offerta pubblica d'acquisto) mirata ai prodotti finanziari (le azioni della *target*) detenuti dal pubblico indistinto dei risparmiatori<sup>4</sup>. Un ulteriore suddivisione va a distinguere tra acquisizioni amichevoli (*friendly takeovers*, in cui si prevede un accordo condiviso tra le parti) od acquisizioni ostili (*hostile takeovers*) laddove la *bidder* intende portare avanti l'operazione nonostante i dissensi manifestati dal *management* della società *target*. In quest'ultimo accadimento, la normativa italiana elenca le innumerevoli

---

<sup>3</sup> Per quotare una società in Borsa occorre rispettare dei precisi requisiti minimi stabiliti dalla Consob e che consistono in :

1. pubblicazione e deposito degli ultimi **3** esercizi, di cui almeno l'ultimo certificato, con giudizio finale non negativo, da una società di revisione.
2. l'esercizio di un'attività capace di generare ricavi ed un attivo patrimoniale non rappresentato, in misura prevalente, da partecipazioni in società quotate.
3. l'impresa deve essere in grado di generare ricavi autonomamente e di realizzare i suoi obiettivi economici e finanziari, inoltre l'attivo e i ricavi non devono essere per la maggior parte rappresentati da partecipazioni in altre società.
4. capitalizzazione pari o superiore a 40 milioni di euro, o inferiore se Borsa Italiana ritiene possa formarsi un mercato sufficiente.
5. flottante (capitale della società quotato) pari o superiore al 25% del capitale, o inferiore se Borsa Italiana ritiene soddisfatte le regole di funzionamento del mercato.

<sup>4</sup> Il Testo Unico della Finanza, art. 102-112 ne distingue due tipologie: le OPA volontarie, in cui la *bidder* acquista l'ammontare di azioni desiderato specificando il prezzo che è disposta a pagare, e le OPA obbligatorie, in cui la *bidder*, dopo aver superato una determinata soglia di detenzione dell'azionariato della *target* (il 30%), è sostanzialmente costretta ad estendere l'offerta alle azioni rimanenti e a comprarle, nel caso in cui gli azionisti siano disposti a venderle. Uno dei principali benefici delle offerte pubbliche è il contenimento dei costi di transazione dovuto all'elevata mole di informazioni accurate e tempestive relative alle imprese quotate. Per una descrizione approfondita di un'OPA:

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa.htm>

misure difensive che possono essere messe in atto per prevenire un'acquisizione ostile<sup>5</sup>.

Le operazioni conglomerate hanno dimostrato un trend crescente nelle ultime decenni e particolarmente negli ultimi dieci anni, anche a causa dell'indebolimento delle barriere all'entrata e della possibilità offerta ad operatori più forti e con maggiore disponibilità liquida di agire in segmenti di Mercato adiacenti e non correlati con l'attività *core* aziendale. Una breve disamina di quanto rilevato in letteratura ci aiuterà a comprendere meglio le peculiarità delle operazioni conglomerate. Secondo *Agrawal et al.* (1992)<sup>6</sup> e *Jensen*<sup>7</sup> (1986) le fusioni conglomerate hanno una minor probabilità di avere successo: i *managers* dell'impresa acquirente non sono familiari con l'industria d'appartenenza della *target* e finiscono per sperperare i FCF in cattive acquisizioni. Gli *shareholders* tendenzialmente osteggiano le acquisizioni conglomerate, data la loro capacità di re-bilanciare e diversificare il portafogli autonomamente, magari investendo in tipologie differenti di *assets*. *Agrawal* (1992), in controtendenza con quanto predetto, rileva una scarsa performance post fusione per le aziende acquirenti (i calcoli sono basati sul *cumulative average abnormal return*<sup>8</sup>). Secondo *Singh e*

---

<sup>5</sup> Si veda: <http://www.innovazionediritto.unina.it/archivionumeri/0806/scipione.html>

<sup>6</sup> Agrawal, A., Jaffe, J., Mandelker, G., 1992. The *post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly*. *Journal of Finance* 47, 1605-1621

<sup>7</sup> Jensen, *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers* *American economic review*, 2 maggio 1986, pag. 323-329

<sup>8</sup> In finanza un abnormal return consiste nella differenza tra i guadagni provenienti da un'azione, così come da un qualsiasi asset finanziario, e l'aspettativa iniziale riguardo i suddetti guadagni. Il cumulative

Zollo la somiglianza in termini di risorse disponibili tra la *target* e l'*acquirer* non condiziona la *performance*; inoltre la somiglianza tra le due organizzazioni incoraggerebbe sia il rimpiazzo del *management* sia il grado d'integrazione successiva fra le due organizzazioni. Scharfstein e Stein<sup>9</sup> (2000) sostengono come, sebbene le acquisizioni conglomerate dovrebbero essere in grado di creare sinergie sia operative che finanziarie<sup>10</sup>, in realtà la formazione di imprese diversificate è associata ad un numero crescente di svantaggi: esempi sono il *rent-seeking behavior* da parte dei *managers*<sup>11</sup>, problemi in termini di *bargaining* e

---

abnormal return non è altro che la sommatoria di questi guadagni (solitamente vengono calcolati per finestre temporali brevi, anche di qualche giorno). Il termine cui ci si riferisce viene dunque adoperato per descrivere i guadagni generate da uno specifico titolo o da un portafoglio durante un periodo di tempo, ritorno che è differente dal tasso di ritorno previsto all'annuncio del deal. Il tasso di ritorno atteso è stimato sulla base del Capital Asset Pricing Model, usando una media riferita ad una serie storica di lungo periodo o una valutazione basata sui multipli. Per un riferimento consultare:

<http://www.investopedia.com/terms/a/abnormalreturn.asp>

Per ulteriori dettagli consultare [https://en.wikipedia.org/wiki/Abnormal\\_return](https://en.wikipedia.org/wiki/Abnormal_return)

<sup>9</sup> Sharfstein, Stein *The dark side of internal capital markets: divisional rent-seeking and inefficient investment*, The journal of the American finance association, December 2000

<sup>10</sup> Gli studi di finanza aziendale spiegano l'efficacia delle operazioni di M&A riferendosi alla possibilità di realizzare delle sinergie. La logica economica sottesa ad una operazione di M&A è che il valore della business combination sia maggiore del valore delle due aziende considerate in modo indipendente

<sup>11</sup> In economia, il termine inglese rent seeking (traducibile in italiano come "ricerca di rendita") è utilizzato per indicare il fenomeno che si verifica quando un individuo, un'organizzazione o un'impresa cerca di ottenere un guadagno mediante l'acquisizione di una rendita economica attraverso la manipolazione o lo sfruttamento dell'ambiente economico, piuttosto che mediante la conclusione di transazioni economiche e la produzione di valore aggiunto. La maggior parte degli studi sul rent seeking si focalizzano sugli sforzi finalizzati all'ottenimento di privilegi monopolistici speciali, come la regolamentazione governativa della libera concorrenza, sebbene lo stesso termine sia derivato dalla molto più vecchia e radicata pratica di appropriarsi di una parte della produzione mediante l'ottenimento della proprietà o del controllo della terra.

rigidità burocratiche (Rajan et al. 2000<sup>12</sup>). Lang e Stulz<sup>13</sup> (1994), Berger e Ofek<sup>14</sup> (1995), Comment e Jarrell<sup>15</sup> (1995) ritengono che il valore delle imprese diminuisce in caso di diversificazione, relativamente agli anni '80 ed ai primi anni '90. In sintesi gli svantaggi derivanti dalla diversificazione potrebbero essere superiori alle raggiunte sinergie. Studi precedenti (Powell e Stark 2005)<sup>16</sup> riscontrano una relazione statisticamente insignificante tra acquisizioni che diversificano e la scarsa performance successiva alla fusione. Evidenza empirica sugli Stati Uniti conferma la distruzione di valore che avviene nel caso di acquisizioni conglomerate, con il valore dell'impresa *stand-alone* più alto rispetto all'impresa diversificata: questo fenomeno è anche conosciuto come '*diversification discount*' (lo sconto da diversificazione). Ciò nonostante si deve considerare come i benefici da diversificazione si evolvano nel tempo, andando a riflettere il cambiamento delle attitudini dei partecipanti al Mercato. Ulteriori

---

<sup>12</sup> Tra due persone abbiamo un problema in termini di contrattazione (bargaining per l'appunto) allorquando si studiano i presupposti per addivenire ad un'intesa; la non-cooperazione condurrebbe a risultati che non sono Pareto efficienti. Per ulteriori informazioni:

[https://en.wikipedia.org/wiki/Bargaining\\_problem](https://en.wikipedia.org/wiki/Bargaining_problem)

<sup>13</sup> Lang, Stulz *Tobin's q, Corporate Diversification, and firm performance* Journal of political economy, 1994, vol.102, no.6

<sup>14</sup> Berger, Ofek *Diversification's effect on firm value* Journal of financial economics 37 (1995), 39-65

<sup>15</sup> Comment and Jarrell, *Two tier tender offers: the imprisonment of the free-riding shareholder*, unpublished manuscript

*Tender offer*: un'offerta mirata ad acquistare una parte o tutte le azioni di una compagnia. Solitamente il prezzo offerto prevede un premio da aggiungere al prezzo di mercato. Per ulteriori informazioni consultare <http://www.investopedia.com/terms/t/tenderoffer.asp>

<sup>16</sup> Powell, Stark *Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks* Journal of corporate finance (2005), 293-317

riscontri positivi li abbiamo da *Kruse et al.* (2002) e da *Ghosh* (2001)<sup>17</sup>, i quali, sulla base del loro campione, affermano che le acquisizioni conglomerate si comportano meglio, in termini di performance media, rispetto a campioni di aziende simili che fanno operazioni all'interno dell'industria d'appartenenza. Ad essi si aggiungono *Matsukaka*<sup>18</sup> (1993) ed *Hubbard et al.*(1999), i quali riscontrano effetti benefici da operazioni di diversificazione, relativamente alle imprese statunitensi attive negli anni '60 del Novecento.

In sintesi la scelta di diversificare deve sottostare ad un'attenta analisi da parte del *management* in riferimento alla sua convenienza e sostenibilità.

Le imprese che scelgono di intraprendere un percorso di M&A potrebbero aver valutato se la logica espansiva avrebbe potuto concretizzarsi mediante crescita interna o investimenti alternativi all'M&A. Su tale argomento è indicativo il lavoro svolto da *Andrade e Stafford*, i quali basano il loro campione su imprese attive tra il 1970 e il 1994 e guardano a 656 operazioni conglomerali e 880 tra imprese appartenenti alla medesima Industria. La loro analisi si attesta sul dualismo tra investimenti interni e decisione di fondersi. I primi intesi come un mezzo tramite il quale possono capitalizzarsi in risposta a buone prospettive di crescita; le seconde rappresenterebbero la risposta agli shock industriali. Basti pensare che secondo i calcoli degli Autori le fusioni interne all'industria (*own-industry*) negli anni '70 e '80 sono correlate negativamente con la capacità di

---

<sup>17</sup> Ghosh *Does operating performance really improve following corporate acquisitions?* Journal of corporate finance, no.2, june 2001, 151-178

<sup>18</sup> John G. Matsusaka, 1993, *Takeover Motives during the Conglomerate Merger Wave*, RAND Journal of Economics, The RAND Corporation, vol. 24(3), pages 357-379, Autumn



utilizzazione, da parte delle imprese, delle risorse interne. All'interno delle Industrie in fase di contrazione gli acquirenti tendono ad essere aziende con migliori *performances*, dotate di un più efficiente *management*, con basso *leverage* e capacità di utilizzazione delle risorse interne; quanto detto suggerisce la funzione di razionalizzazione svolta nel ricollocamento degli *assets* nell'ambito di un'operazione di M&A, la quale porta ad una maggiore efficienza complessiva e d un uso più strategico delle risorse a disposizione.

Fatta una dovuta premessa sulle principali tipologie di M&A osservate in letteratura e su parte delle loro specificità, andiamo ora ad elencare sinteticamente i periodi che nell'ultimo secolo hanno dimostrato un maggiore attivismo sul fronte M&A.

### **1.3 Breve cronistoria delle M&A waves**

L'attività in M&A ha mostrato un andamento piuttosto irregolare: a periodi di relativa inattività si frappongono periodi di *boom* nel numero di operazioni intraprese. Quando in gergo economico si parla di *M&A waves* si è usi distinguere, a seconda degli autori e degli anni analizzati, tra cinque o sei ondate di acquisizioni e fusioni. La durata, così come i fattori scatenanti, di un'onda tendono ad essere specifici per ogni periodo mentre la fine delle varie *M&A waves* è storicamente dovuta o a guerre imminenti o all'inizio di una fase recessiva del ciclo economico. Inoltre in letteratura la prima e la seconda ondata vengono studiate solo in riferimento agli Stati Uniti, mentre le successive ondate si denotano per una maggiore dispersione geografica. Soprattutto riguardo la quinta

ondata, dove oltre a Stati Uniti, a Gran Bretagna ed Europa continentale, anche l'Asia ha dimostrato una crescente attività nell'ambito dell'M&A. Tuttavia ad oggi non esiste una teoria universalmente accettata riguardo le varie ondate susseguitesi nel tempo, seppur si riscontri la presenza di fattori specifici d'impresa che la innescano, con industrie differenti che incrementano la loro attività nel settore in specifici periodi e a seconda dell'appartenenza. Il grafico a seguire ci fornisce una prima indicazione del trend di crescita registrato nel settore dell'M&A a partire dal 1988 fino al 2013.

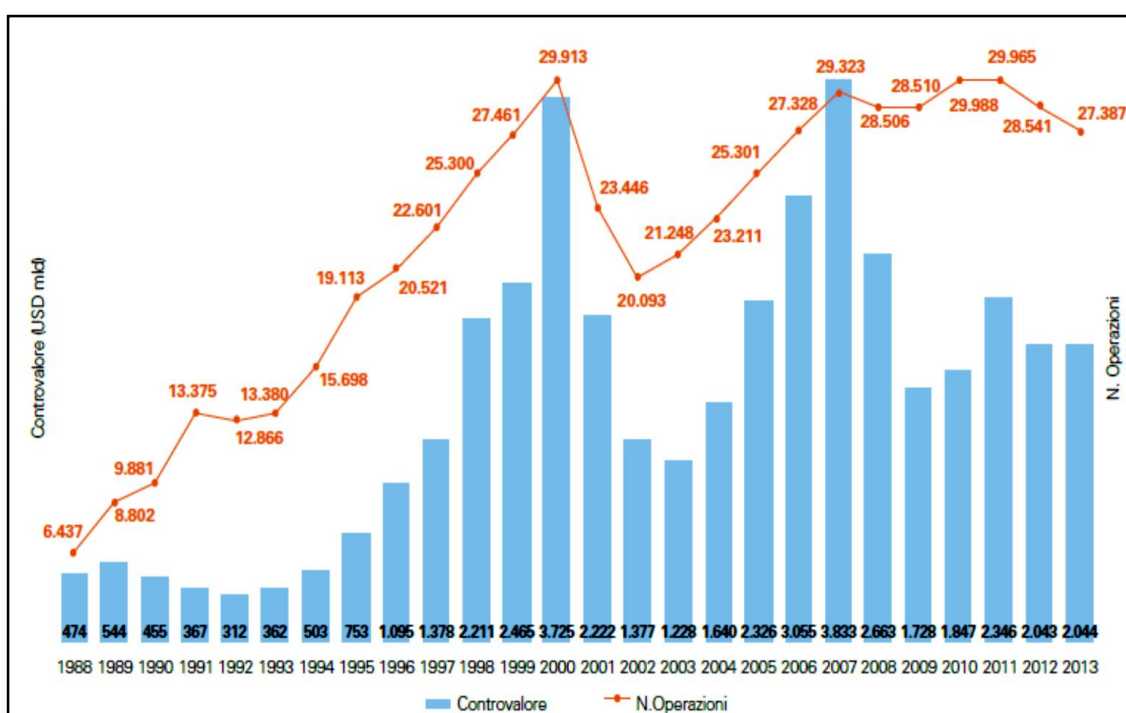


Figura 2: mercato mondiale M&A 1988-2013: controvalore e numero operazioni completate (rielaborazione da KPMG corporate finance)

Andiamo dunque ad analizzare, sinteticamente, le cinque M&A waves cui si accennava pocanzi:

- *Wave 1893-1904*

La prima ondata inizia dopo un periodo di espansione economica ed una delle peculiarità di maggior rilievo è ascrivibile al consolidamento simultaneo delle varie manifatture all'interno di una singola industria. Questo consolidamento contribuisce alla nascita dei primi giganti nel settore della distribuzione del gas, dell'estrazione mineraria e dell'acciaio. Si formano importanti monopoli<sup>19</sup> grazie ad un consolidamento orizzontale che permette una crescente capitalizzazione delle imprese più solide nonché l'accrescimento in termini di profitti e margini operativi. Nel 1890 viene promulgato lo *Sherman antitrust act*<sup>20</sup> al preciso scopo di contrastare cartelli e monopoli (la promulgazione della stessa si rivelò sostanzialmente inefficace nel contrasto diretto ai monopoli, perlomeno inizialmente). Peculiarità di questa prima ondata sono la realizzazione di accordi per la maggior parte amichevoli (*friendly deals*) abbinata alla prevalenza di acquisizioni realizzate per mezzo di denaro (*cash financing*).

- *Wave 1910-1929*

I settori maggiormente influenzati da questa ondata sono l'alimentare, quello della produzione della carta nonché la filiera relativa la produzione del ferro. Questa ondata è contenuta rispetto alla precedente, laddove la prima vede interessati alle operazioni di M&A più del 15% dei *total assets* del mercato

---

<sup>19</sup> Stigler, G. *Monopoly and Oligopoly power by merger*. American Economic Review, 40 (1950): 23-34

<sup>20</sup> Sherman antitrust act: l'obiettivo era quello di restringere e monitorare al meglio le fusioni fra aziende che potessero limitare una corretta ed efficiente concorrenza sui rispettivi mercati di appartenenza

statunitense mentre la seconda non raggiunge la soglia del 10% dei *total assets*. Altra differenza riguarda la crescente formazione di oligopoli: a fine ondata le industrie non appaiono più dominate da una sola grande azienda, al contrario sono due o più le imprese a dominare un'industria diventata prevalentemente oligopolistica. Specialmente le piccole imprese, quelle che sopravvivono alla precedente ondata di M&A, sono le più dinamiche. In accordo con la prima ondata di M&A si attuano perlopiù accordi amichevoli mentre cambia il modo di finanziare l'acquisizione, stavolta con una netta propensione verso l'uso dell'*equity*. La fine della seconda ondata di acquisizioni e fusioni si deve alla crisi finanziaria del 1929, la quale causa una grave stagnazione e mette in risalto i limiti e i rischi gestionali insiti nei crescenti mercati finanziari.

- *Wave 1955-1975*

Accadimenti quali la Grande Depressione del 1929 e la Seconda Guerra Mondiale inibiscono l'attività di M&A almeno fino agli inizi del '50. La nuova ondata s'inaugura con l'introduzione di ulteriori restrizioni alle aggregazioni aziendali, con lo scopo prevalente di prevenire acquisizioni e/o fusioni anticompetitive. Le fusioni nella prima *M&A wave* (perlopiù orizzontali) e nella seconda (a maggioranza verticali) si evolvono attraverso il rinnovato concetto di diversificazione. Quest'ultima stimola e si fa artefice dello sviluppo di imprese conglomerate, grandi aziende che diramano la propria operatività in numerosi business, non sempre correlati. Un esempio ci è fornito da General Electric, la quale ad oggi opera in un ampio ventaglio di *businesses*,

dall'*healthcare*, ai trasporti, fino all'originario settore energetico. La diversificazione può dunque diventare un importante fattore per diminuire la volatilità dei *cash flows*, tramite la riduzione dell'esposizione diretta ai rischi specifici d'industria. Il conglomerato sarà meno vulnerabile agli *shocks* in un'industria, poiché in grado di generare ricavi in comparti differenti e permettendo, nel più desiderabile degli scenari, che le perdite generate in un'industria vengano compensate dai ricavi provenienti da un'altra. Secondo taluni autori<sup>21</sup> il processo di diversificazione può implicare cambiamenti nella struttura del mercato: nel medio termine le strategie aziendali sarebbero in grado di modellare e riformulare la struttura e i principali *drivers* del mercato. Ad ogni modo è chiaro come la stessa veda un notevole aumento delle imprese attive in businesses non correlati con l'attività *core* specifica d'azienda (dal 9% al 21%) per quanto riguarda le Fortune 500<sup>22</sup>. Il tutto a conferma del ruolo chiave svolto dalla diversificazione nella terza *M&A wave*.

- *Wave 1984-1989*

---

<sup>21</sup> In particolare Chandler (1991) fa riferimento al concetto di Multidivisional Enterprise affermando: " la struttura segue la strategia e le strutture più complesse sono il risultato della concatenazione di innumerevoli strategie di base."

<sup>22</sup> Fortune 500 è una lista annuale compilata e pubblicata dalla rivista Fortune che classifica le 500 maggiori imprese societarie statunitensi misurate sulla base del loro fatturato, anche se *Fortune* fa aggiustamenti al fatturato di molte compagnie, particolarmente per escludere l'impatto delle accise incassate dalle aziende. Le società con i requisiti necessari sono tutte quelle i cui bilanci sono disponibili pubblicamente (che sono un universo più grande delle cosiddette public companies, come è inteso comunemente il termine, nel senso di "società aventi azioni ordinarie scambiate in una borsa valori")

Questo periodo ha caratteristiche divergenti rispetto i precedenti. Le offerte d'acquisto (*bids*) sono tendenzialmente ostili, ossia non possono contare sull'appoggio, o quantomeno l'approvazione, del management della *target*. Anche la grandezza (in termini di *total assets*) della *target* relativamente a quella della *bidder* si modifica: essa diventa significativamente maggiore rispetto al passato. Le acquisizioni si realizzano meno con l'*equity*, come nella precedente ondata, e più con debito e cash (*debt and cash financing*). Da notare come nella quarta ondata di M&A i disinvestimenti successivi la relativa acquisizione raggiungano picchi tra il 20% e il 40%. Si può evidentemente parlare di espansione come prodromo di un susseguente *downsizing* (mediante vendita della *target*). Questa tecnica viene adoperata dalle imprese in espansione generalmente con la finalità di aumentare le loro quote di mercato e la loro posizione competitiva. Durante questo periodo si pongono le basi per eliminare le inefficienze derivanti dall'opzione 'conglomerale' messa in atto tra il 1955 e il 1975. Numerosi studi mostrano come negli anni '80 un'offerta diretta ad un *competitor* della stessa industria abbia una correlazione positiva con il ritorno percepito dagli *shareholders* della *bidder*<sup>23</sup>. L'opposto sembrerebbe invece valere per gli azionisti della *target*. Dopo il 1989, soprattutto a causa di un'altra crisi del mercato azionistico, il volume e l'intensità delle operazioni di M&A vanno scemando e anche la quarta ondata di M&A può dirsi conclusa.

- *Wave 1993-2000*

---

<sup>23</sup> Shleifer, A and R.W. Vishny, *Takeovers in the 60s and 80s: Evidence and Implications*. Strategic Management Journal, 12 (1991): 51-59

Gli anni '90 si confermano una decade di rinnovata prosperità economica; una fase espansiva per i mercati finanziari, favorita da un processo di globalizzazione che pervade e condiziona sempre più la moderna attività economica. Le attività di M&A prendono piede anche nell'Europa continentale, laddove si raggiungono le soglie quantitative ed il dinamismo sperimentati nel mercato statunitense. La globalizzazione dei mercati favorisce l'aumento numerico dei *deals cross-border*: per restare al passo con la crescita globale, le varie organizzazioni ricercano al di fuori dei confini domestici imprese *target* cui proporre acquisizioni e/o fusioni. Si assiste in questo periodo alla stipula di alcuni '*mega deals*' che sarebbero stati impensabili nei periodi precedenti. Tra i maggiori annoveriamo: Citibank e Travelers, Chrysler e Daimler-Benz, Exxon e Mobil. A risentire positivamente dell'atmosfera creatasi sono l'innovazione tecnologica, l'ICT (*information and communication technology*), ma soprattutto si assiste ad una nuova focalizzazione delle *competenze corporate* al fine di acquisire un vantaggio competitivo (perseguitabile mediante un uso migliore delle risorse e delle capacità a disposizione). In questo periodo la natura delle fusioni è prevalentemente amichevole (*friendly takeovers*) mentre la fonte principe cui attingere per finanziare le acquisizioni è l'*equity*. Anche in questo caso l'ondata di M&A si esaurisce a causa di una importante recessione economica: l'inizio del nuovo millennio vede lo scoppio della *bolla delle dot-com*<sup>24</sup> (bolla speculativa sviluppatasi tra il 1997 e il 2000).

---

<sup>24</sup> Come ogni altra crisi generata da una bolla speculativa, la crisi del Dot.com si è sviluppata attraverso la classica sequenza:

Di seguito riportiamo in tabella una sintesi di quanto raccontato in questa sezione.

	Wave # 1	Wave # 2	Wave # 3	Wave # 4	Wave # 5
<b>Period</b>	1893-1904	1910s-1929	1955-1975	1984-1989	1993-2000
<b>Predominant means of payment</b>	Cash	Equity	Equity	Cash / Debt	Equity
<b>M&amp;A outcome</b>	creation of monopolies	creation of oligopolies	Diversification / conglomerate building	'bust-up' takeovers; LBO	Globalization
<b>Predominant nature of M&amp;A</b>	Friendly	Friendly	Friendly	Hostile	Friendly
<b>Beginning of wave</b>	Economic expansion; new laws on incorporations; technological innovation.	Economic recovery; better enforcement of antitrust laws.	Strengthening laws on anti-competitive M&A's; Economic recovery after WW 2.	Deregulation of financial sector; Economic recovery.	Strong economic growth; Deregulation and privatization.
<b>End of wave</b>	Stock market crash; First World War.	The Great Depression.	Market crash due to an oil crisis.	Stock market crash.	Burst of the internet bubble; 9/11 terrorist attack.

Tabella 1: in sintesi le M&A waves (adattamento da Nouwen (2011))

### 1.3.1 M&A, sviluppi recenti nell'Unione Europea

L'anno 1986 decreta la nascita del Mercato Unico Europeo, a seguito della firma dell'Atto Unico Europeo, ed è da allora che anche in Europa cominciano a vedersi i prodromi di uno sviluppo più accentuato dell'attività di M&A. I *reports*

- 
1. estrema fiducia da parte degli investitori nelle potenzialità di un prodotto/azienda
  2. crescita rapida del prezzo del prodotto
  3. evento che fa vacillare le aspettative di importanti guadagni
  4. elevati flussi di vendite
  5. crollo finale del prezzo del prodotto

per ulteriori delucidazioni si veda: <http://www.consob.it/web/investor-education/la-bolla-delle-c.d.-dotcom>



dell'Unione Europea testimoniano questo incremento percentuale di dinamismo nel campo delle acquisizioni e fusioni all'interno dei singoli stati membri, conseguenza anche del fatto che molte imprese intra-europee sono in quegli'anni rilevate da multinazionali straniere, perlopiù statunitensi.

Tabella 2: l'evoluzione delle operazioni di M&A a livello europeo (adattamento da Commissione Europea: 'Fusions et Acquisitions', Economie Européene, Supplément A, DGAEF)

Year	National operations (in % of the total number of transactions)	Community operations (in % of the total number of transactions)	International operations (in % of the total number of transactions)	Unknown acquirer (in % of the total number of transactions)	Total number of transactions
1987	71,6	9,6	18,9	-	2775
1988	65,9	13,5	20,5	-	4242
1989	63,2	19,1	17,7	-	6945
1990	60,7	21,5	17,8	-	7003
1991	54,3	11,9	14,5	19,3%	10657
1992	58,1	11,6	14,2	16,1%	10074
1993	57,4	11,7	18,8	12,1%	8759

In quegli anni la maggior parte delle operazioni di M&A è rappresentata da *deals* domestici, seppur a testimonianza di un trend in netta crescita, il numero di operazioni comprese nei bordi europei supera in termini relativi le percentuali registrate a livello internazionale. Uno dei motivi è da ricercarsi nella volontà di espandersi all'interno di un contesto intra-europeo, in particolare ciò vale per le imprese francesi e quelle inglesi. Grazie alla tendenza riformista affermatasi nella creazione di un Mercato Unico si offrono spiragli a quanti hanno liquidità, ambizioni e mezzi adeguati a cercare una progressiva emancipazione da confini prettamente nazionali. Purtroppo nel 1991-1992 l'Europa subisce il contraccolpo di una nuova recessione e del deterioramento dei principali indici

macroeconomici. Questo fenomeno condiziona la fiducia degli investitori tanto da indurre una netta diminuzione dell'attivismo sul fronte M&A. Dopo un lasso di tempo relativamente breve i mercati sperimentano una maggiore propensione all'investimento e un ambiente ricreatosi favorevole dona nuovo impulso alle attività di acquisizione e fusione. Il picco di questa nuova ondata (la quinta cui accennavamo nel paragrafo precedente) avviene nel 2001, laddove si ha per la prima volta la riprova di come il mercato M&A sia integrato a livello globale tra Stati Uniti, Asia ed Europa occidentale.

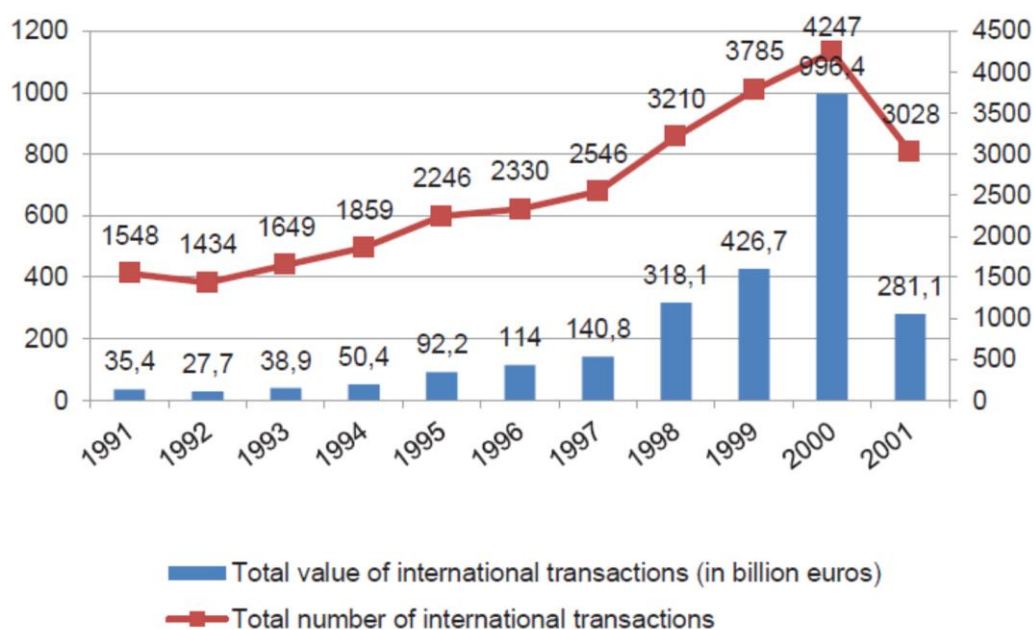


Figura 3: evoluzione del numero e del valore delle M&A a livello internazionale nel periodo 1999-2001  
(adattamento da Commissione Europea, 'Fusions et Acquisitions', Economie Européene, Supplément A, DGAEF)

Tra il 1997 e il 2000 i settori che registrano maggiore attivismo sono quelli del business service, real estate, intermediazione finanziaria, vendita all'ingrosso, produzione di metalli ed infine dell'industria del tabacco e di quella alimentare. Anche a seguito degli attentati dell'11/9, e ancor più a seguito dello scoppio della

bolla dot-com, quest'ondata di acquisizioni e fusioni, stavolta globale, va esaurendosi, sia in termini di volumi che di valore aggregato. Ciò che però emerge con forza è il messaggio di un'Europa pronta a giocare un ruolo di rilievo e sempre più impegnata in operazioni di M&A a livello globale. Dopo pochi anni di relativa calma sul fronte M&A, nel 2004 si assiste ad un nuovo trend espansivo. In particolare a livello europeo la crescente globalizzazione dei Mercati, l'introduzione dell'Euro<sup>25</sup>, innovazioni tecnologiche, la deregolamentazione diffusa nel Mercato finanziario, la tendenza a privatizzare ciò che prima era competenza esclusiva dello Stato, il tutto unito a bassi tassi d'interesse e ad un'ampia liquidità, incentivano e danno nuovo impulso alla ripresa delle attività di acquisizione e fusione. Un report dell'Unione Europea conferma che l'Euro fa da catalizzatore per gli Stati che decidono d'adottarlo, tanto che il numero di operazioni *cross border* tra i dodici paesi membri che a quel tempo adoperano la moneta unica (Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Portogallo, Spagna ed infine Grecia, dal primo gennaio duemilauno) aumenta dal 34% del 1999 al 42% nel 2004. In letteratura la sesta *M&A wave* viene fatta terminare a ridosso della crisi dei mercati finanziari cominciata nel 2007, anno nel quale si registra un record nel dato di acquisizioni e fusioni a livello globale (per un equivalente di 4,1 mila miliardi di dollari). D'altro canto, passati gli anni più duri dell'ultima crisi dei mercati, nel 2010 già riprende

---

<sup>25</sup> L'euro, valuta comune di diciannove stati membri dell'Unione europea, fu introdotto per la prima volta nel 1999 (come unità di conto virtuale); la sua introduzione sotto forma di denaro contante avvenne per la prima volta nel 2002, in dodici degli allora quindici stati dell'Unione. Negli anni successivi la valuta è stata progressivamente adottata da altri stati membri, portando all'attuale situazione in cui diciannove dei ventotto stati UE (la cosiddetta Zona euro) riconoscono l'euro come propria valuta legale

il trend di crescita nel settore dell'M&A. Nel 2014 si registra un totale a livello globale di 3.35 mila miliardi di dollari di operazioni, seppur il 2015 (in chiusura) sarà probabilmente ricordato come l'anno dei record nel settore delle acquisizioni e fusioni, con le ultime operazioni che vanno a consolidare un settore mostratosi vivace durante tutto l'anno<sup>26</sup>. Nello specifico i settori trainanti sono il farmaceutico, quello dei prodotti di consumo, energia ed high tech. Guardando ai dati per aree geografiche, gli Stati Uniti conducono la classifica con 1,5 mila miliardi di dollari (+43% rispetto al 2014). Segue l'Europa con 790 miliardi di dollari di fusioni e acquisizioni (+23%) con la Gran Bretagna che guida i paesi del Vecchio Continente con 360 miliardi di euro e un incremento di oltre il 200%. L'Italia insieme alla Germania è l'unico Paese europeo, al fianco della Gran Bretagna, a chiudere l'anno con il segno positivo: i dati del *Made in Italy* si sono attestati a 53 miliardi di dollari con un incremento del 91% del rispettivo controvalore.

#### **1.4 Motivazioni alla base dell'M&A**

Le operazioni di acquisizione e fusione possono essere intraprese per vari e molteplici scopi. In termini piuttosto ampi possiamo elencare le seguenti motivazioni:

---

<sup>26</sup> Per un riferimento si veda: Mara Monti, *Fusioni globali al record storico* tratto da il Sole 24 ore, 1-12-2015

- *Strategiche*: nel caso l'obiettivo sia il miglioramento del posizionamento competitivo nonché la re-focalizzazione del proprio *core business*.

- *Economiche*: in caso si vogliano ridurre i costi, migliorare la performance degli utili e/o ottenere un *rating* più soddisfacente ed incrementare il *free cash flow* disponibile da investire.

- *Fiscali*: per chi, tramite operazioni internazionali, desidera ridurre l'imposizione fiscale<sup>27</sup>. Si guarda inoltre ai benefici di tipo fiscale ulteriori che l'operazione può apportare. Basti pensare alla possibilità di utilizzare le perdite pregresse della società incorporata per ridurre l'onere tributario complessivo della società incorporante. Inoltre, va sottolineato come il possedere liquidità in eccesso, oltre a fornire motivazioni di carattere finanziario all'effettuazione di operazioni di M&A, può consentire al compratore di ridurre la base imponibile alleggerendo così il proprio carico fiscale. Altro beneficio può derivare dalle mutate dimensioni aziendali le quali possono permettere alla nuova compagine societaria d'avere un rapporto di indebitamento (mezzi di terzi/mezzi propri) più elevato e dunque di usufruire maggiormente della deducibilità degli interessi passivi dal reddito imponibile.

---

<sup>27</sup> Si prenda ad esempio la recente acquisizione da parte dell'azienda farmaceutica americana Pfizer della compagnia, anch'essa farmaceutica Allergan. Per Pfizer uno degli aspetti positivi chiave della trattativa è che porterà notevoli vantaggi fiscali. La struttura di fusione trasformerà la Pfizer in una controllata indiretta di Allergan, società con sede a Dublino, con una bassa pressione fiscale. Il mix di risparmio fiscale, unito con la liquidità ottenuta tramite l'acquisizione, si stima possa portare Pfizer a notevoli tassi di crescita nel medio-lungo termine.

Mentre l'alternativa di crescita interna, cui accennavamo precedentemente, comporta la realizzazione diretta di nuovi investimenti, la crescita esterna passa attraverso l'acquisizione di complessi aziendali funzionanti e dovrebbe rappresentare per l'impresa *bidder* innumerevoli vantaggi. Basti pensare al minor costo che può comportare l'acquisto di una struttura funzionante rispetto alla creazione *ex novo* (in riferimento ad esempio ai costi per l'addestramento del personale) e non ultimo al minor rischio in termini di costi e tempi necessari per acquisire una quota di mercato sufficiente a garantire l'economicità dell'investimento. Molti autori si sono soffermati ad analizzare per tal guisa gli elementi necessari ad una buona integrazione tra le due strutture societarie originarie<sup>28</sup>. Le operazioni di M&A possono rappresentare una vera e propria strategia per la crescita. Scalare un'Industria acquisendo molti piccoli *players*, e così migliorare la *performance* per il tramite di economie di scala, può contribuire alla formazione di consistenti profitti economici.

Si prenda l'esempio di NationsBank, la quale tra il 1988 ed il 1997 acquisì ben trentuno banche locali (*retail banks*) negli Stati Uniti. Contestualmente alle acquisizioni, NationsBank si adoperò nell'integrazione della cultura aziendale delle singole entità acquisite e nella condivisione delle proprie *best practices*: ciò contribuì alla notevole riduzione dei costi riferibili alle diverse banche locali acquisite. Durante quel periodo gli utili crebbero annualmente (in media) del 32%, con ritorni per gli *shareholders* attorno al 22% l'anno. La creazione di valore per

---

<sup>28</sup> Si veda ad esempio Puranam, Singh, Zollo, *A bird in the hand or two in the bush? Integrations trade.off in technology grafting acquisitions*, European management journal, Vol.21, n.2, pp. 179-184, 2003

il tramite di un M&A può esplicarsi secondo diverse e differenti modalità. Ad esempio si potrebbe voler entrare in un Mercato in cui si commercializza un prodotto innovativo senza avere la capacità di sviluppare un prodotto *in house* abbastanza velocemente per catturarne il valore economico e strategico. In quest'ultimo caso acquisire una piccola impresa con un prodotto innovativo già in fase di sviluppo può diventare la scelta più efficiente da intraprendere. Nel caso in cui invece si voglia accedere a nuove aree geografiche, potrebbero volerci molti anni per sviluppare una forza vendita locale, ma pochi mesi sarebbero necessari per acquisirla da un'altra entità.

Importante è chiedersi se un'operazione di acquisizione è la cosa giusta da fare per un'azienda. D'altronde, quando si acquista un'altra impresa, si integrano nella nuova entità sia i *tangible assets* (come gli impianti e le attrezzature), sia gli *intangibles* (come ad esempio i brevetti, lo *scheduling* della clientela ed il *know-how* degli impiegati). L'alternativa è rappresentata dall'investire un quantitativo simile di danaro per creare (o comprare) gli stessi *assets* internamente. Assumendo che un'azienda abbia delle opportunità per una crescita organica, gli investimenti interni avranno generalmente dei rendimenti superiori per euro (dollaro) investito rispetto a quanto accade nel caso di acquisizione di un'altra azienda per il tramite del Mercato dei capitali.

Non sempre però la crescita organica è un potenziale sostituto dell'M&A. La necessità di velocizzare i processi in corso, limiti nelle capacità dell'acquirente, o barriere all'imitazione dei *competitors* possono trasformare la crescita organica in qualcosa di troppo dispendioso e quindi impossibile da realizzarsi.

Un'operazione straordinaria può dunque essere considerata un successo solo se il valore della società risultante dall'operazione è superiore alla somma del valore delle singole imprese coinvolte, ossia se l'operazione porta con sé un beneficio sinergico, al lordo del prezzo corrisposto, maggiore di zero.

Una delle tematiche perno nei lavori di vari economisti susseguitosi nelle ultime decadi concerne la visione delle operazioni di acquisizione e fusione come alternative forme d'investimento. Le imprese attueranno strategie di M&A quando le stesse rappresentano il mezzo più profittevole per aumentare la propria capacità produttiva e quando per il suo tramite si ottengono nuove conoscenze, altrimenti non accessibili, nonché nuove competenze. Altri elementi positivi sono rappresentati dalla possibilità di accedere a nuovi prodotti ed aree geografiche e non ultima la possibilità di riallocare i propri *assets* sotto il controllo di *managers* o proprietari più competenti. Dunque molti dei fattori che influenzano le decisioni d'investimento sono altrettanto importanti relativamente ad un'operazione d'acquisizione.

Di seguito ne elencheremo alcuni, quelli che riteniamo giocare un ruolo rilevante nella implementazione delle operazioni di acquisizione e fusione:

#### **1.4.1 *Efficienza***

Le imprese possono combinare le loro operazioni tramite fusione o acquisizione di *corporate assets*, possono ridurre i costi di produzione, incrementare l'*output*, migliorare la qualità dei prodotti, ottenere nuove tecnologie o fornire prodotti completamente nuovi. Le potenziali efficienze ottenibili tramite



l'M&A sono sia operative che manageriali. Le prime possono derivare da economie di scala<sup>29</sup>, economie produttive di scopo<sup>30</sup>, economie di consumo di scopo<sup>31</sup> e da una migliore allocazione delle risorse, accedendo ad una tecnologia di produzione meno costosa e ad una migliore configurazione degli *assets*. Altri moventi possono essere un miglior uso dell'informazione, una miglior focalizzazione sulle *core skills* dell'impresa, miglior uso del *brand* nonché la riduzione dei costi di trasporto e di transazione. Correlata con la tematica dell'efficienza è quella relativa al *corporate control*: molti economisti considerano infatti un Mercato del controllo societario un'importante tutela contro le inefficienze del *management*. Un mercato attivo dei *corporate assets* può inoltre assicurare benefici in termini di più efficiente riallocazione delle risorse da imprese relativamente inefficienti ad altre più efficienti durante periodi di sommovimento e/o contrazione industriale.

Si consideri d'altronde come una fusione, seppur possa avere effetti benefici per gli azionisti della nuova entità formatasi, può tuttavia avere delle ripercussioni

---

<sup>29</sup> Le economie di scala fanno riferimento alla riduzione del costo per unità prodotta allorché il volume di produzione aumenta, permettendo a tutti gli input di essere utilizzati in maniera efficiente. Tale concetto include le sinergie derivanti da un aumento del potere contrattuale (sconto sul prezzo dei grezzi a fronte degli elevati volumi richiesti), dall'uso di assets simili (diminuzione del costo di produzione, pubblicizzazione di un volume più ampio di prodotti senza aumentare i costi di marketing), dall'eliminazione di risorse ridondanti (la forza lavoro insatura può trovare occupazioni alternative o, a seconda dei casi, essere sollevata dall'incarico), da vantaggi di tipo finanziario (in genere per le imprese più grandi a causa delle maggiori garanzie disponibili e del maggior potere contrattuale).

<sup>30</sup> Fanno riferimento alla riduzione nei costi totali nella produzione congiunta di beni complementari. Un possibile esempio è dato dall'uso condiviso e non competitivo di input fungibili e indivisibili, come know-how e conoscenze tecnologiche e competenze manageriali.

<sup>31</sup> Fanno riferimento all'incremento del benessere nel consumatore dato dal consumo congiunto di beni complementari.

negative per la platea dei consumatori, soprattutto laddove si formino o consolidino posizioni di vantaggio competitivo (si pensi a forme di oligopolio o, all'estremo, di monopolio). D'altro canto miglioramenti nell'efficienza produttiva possono incentivare la creazione di prodotti di maggiore qualità ad un costo relativamente più basso rispetto a quanto si verificava nella fase precedente la fusione. Laddove lo scenario pocanzi elencato abbia a realizzarsi, sarà necessario considerare le implicazioni che il processo d'integrazione tra le due strutture può comportare, soprattutto in riferimento alla razionalizzazione e all'eventuale ridimensionamento della forza lavoro, nel caso l'obiettivo sia la riduzione della capacità in eccesso interna l'azienda od anche l'eliminazione di posizioni ridondanti. Creare valore nell'ambito di un'operazione di M&A, assecondando le istanze provenienti dalle diverse compagini aziendali, si connota dunque per essere un processo generalmente difficile da realizzare. Studi empirici al riguardo confermano che gli azionisti della *target* ricevono in media il 30% del premio di mercato, da aggiungere al valore intrinseco di Mercato della azioni della *target* precedentemente all'annuncio del *deal*<sup>32</sup>. Per gli acquirenti, invece, ci sono meno indicazioni riguardo i benefici sugli azionisti a seguito di un'operazione di M&A. Studi empirici mostrano come in media gli azionisti dell'impresa acquirente subiscano una perdita di valore su titoli tra l'1% ed il 3%.<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup> Negli ultimi anni tale "gap" di prezzo è andato via via riducendosi a causa del proliferare di nuovi investitori finanziari, in particolare fondi di private equity alla ricerca di buone aziende in cui investire l'ingente liquidità a disposizione.

<sup>33</sup> Moeller, Shlingemann, Stulz, *Do acquirers of acquiring firms gain from acquisition?* NBER, working paper no. W9523, Ohio State University, 2003

### **1.4.2 Miglioramento della performance della target**

Può essere il caso di imprese che riescono a ridurre sensibilmente i costi per migliorare i margini ed i *cash flows*. Acharya et al.<sup>34</sup> (2010) analizzano un campione di *private equities* che acquisiscono, migliorano e successivamente vendono le imprese *target*. Nel loro campione i margini operativi dei *businesses* acquisiti crescono in media del 2,5% in più, nel periodo d'appartenenza al *private equity*, rispetto ad un campione d'imprese simili non acquisite. Si tenga a mente che tendenzialmente è più facile migliorare la performance operativa d'imprese con più bassi margini e guadagni su capitale investito (ROIC) rispetto ad imprese che vantano margini e guadagni capienti. Si consideri il caso in cui si acquisti un'azienda con margini operativi di guadagno del 6%. Riducendo i costi del 3% (dal 94% al 91% delle *revenues* totali) si incrementa il margine operativo del 9% e può contribuire ad un miglioramento nel valore dell'impresa attorno al 50%. Al contrario, qualora i margini operativi di un'impresa siano pari al 30%, incrementare il valore della stessa del 50% significherebbe incrementare i margini del 45% (aspettativa che verrebbe facilmente catalogata come irrealizzabile).

### **1.4.3 Benefici finanziari e fiscali**

Per esempio le imprese potrebbero accedere alla possibilità di diversificare i loro guadagni, acquistando altre imprese compresi i relativi *assets*, andando ad

---

<sup>34</sup> Acharya, Gottshalg, Hahn, Keoe, *Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity*, New York University - Leonard N. Stern School of Business, February 17, 2010

incrementare la propria presenza al di fuori del *core business* tradizionale. La diversificazione degli utili di un'impresa è in grado di abbassare la loro volatilità, riducendo il rischio di bancarotta ed i costi di controllo. Prima del 1980<sup>35</sup> ci potrebbero essere stati significativi vantaggi dati dalla riduzione delle tasse imponibili, la ricerca empirica ciò nonostante non è riuscita a dare conferma di una forte correlazione tra le operazioni di acquisizione e fusione e l'obiettivo della riduzione della base imponibile fiscalmente.

#### **1.4.4 *Espropriazione degli stakeholders***

Delle imprese *target* potrebbero desiderare di essere rilevate col fine di sfuggire da problemi finanziari pregressi o per interrompere dei contratti di lavoro in corso sfavorevoli. Altre imprese potrebbero cercare di acquisire tramite debito al fine di aumentare il profilo rischio-ritorno della *target* e così rendere più appetibile l'operazione per eventuali fondi e/o acquirenti (questo meccanismo andrebbe ad aumentare il rischio supportato dagli esistenti detentori del debito).

#### **1.4.5 *Effetti sul potere di mercato***

A tal riguardo si faccia riferimento alle prime due ondate di M&A. La maggior parte degli studiosi di settore concordano su due fattori: le operazioni di acquisizione e fusione messe in atto tra il 1884 e il 1904 sono perlopiù mirate alla creazione di monopoli mentre invece la seconda ondata di M&A, quella che va

---

<sup>35</sup> Si consulti al riguardo Romano, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation*, 9 YALE JOURNAL OF REGULATION 119 (1992).

dal 1910 al 1929, viene ispirata principalmente dall'opportunità di sviluppare oligopoli<sup>36</sup>. Queste tendenze devono susseguentemente rapportarsi alla graduale introduzione di legislazioni *anti-trust* mirate a contrastare le operazioni di fusione che fossero classificate come anticompetitive (per esempio negli Stati Uniti vi fu una prima promulgazione al riguardo nel 1950) e gradualmente le fusioni tra imprese di grande dimensioni in possesso di una buona fetta del relativo mercato diventano cosa rara.

#### ***1.4.6 Ottenere skills e tecnologie più velocemente rispetto al caso di produzione interna***

Un esempio lampante ci è fornito da Cisco Systems, un'azienda che ha fatto largo uso di acquisizioni nel ramo tecnologico per crescere velocemente e accaparrarsi una buona fetta del Mercato delle forniture per internet. Dal 1993 al 2001 Cisco ha acquisito 71 imprese ad un prezzo medio di circa 350 milioni di dollari statunitensi. Le vendite di Cisco sono contestualmente cresciute dai 650 milioni di dollari del 1993 ai 22 miliardi del 2001 (circa il 40% delle *revenues* dell'anno 2001 provenienti direttamente dalle nuove acquisite).

#### ***1.4.7 Bramosia e/o alterigia del management***

Gli incentivi dei *managers* potrebbero favorire operazioni di acquisizione o fusione che nel lungo termine andrebbero a ridurre , se non ad inficiare, il valore

---

<sup>36</sup> Un interessante contributo su questo tema ci è fornito da: Stigler, *Monopoly and Oligopoly by Merger*, 40 AMERICAN ECONOMIC REVIEW (May 1950), *reprinted in* THE ORGANIZATION OF INDUSTRY (1968)

del complesso aziendale. In questo ambito si parla di *over-diversificazione* e *over-enfatizzazione* sugli obiettivi di crescita o più semplicemente di cattive decisioni d'acquisto<sup>37</sup>. Argomento correlato a questa tematica è quello del problema di agenzia (*agency problem*) che viene a crearsi allorquando nasce un conflitto d'interesse tra l'agente (*manager*) ed il principale (*partner/shareholder*). Questi problemi possono svilupparsi anche a causa della presenza di corposi *free cash flows* messi a disposizione dei *managers*. Questi ultimi hanno un forte incentivo ad adoperare i FCF per far crescere l'azienda oltre il *size* ottimale: i *managers* possono percepire la crescita come un viatico per accrescere il loro potere e la crescita stessa è spesso la via facile da seguire per ottenere maggiori compensazioni. Quando questa crescita si rivela sproporzionata per le capacità dell'impresa, nasce il conflitto d'interesse tra *managers* e *shareholders*. Inoltre i conflitti originanti dalla presenza di FCF in eccesso possono contribuire alla intensificazione delle *M&A waves* in tempi di shock industriale o in presenza di Mercati finanziari in fase rialzista. In sostanza la presenza di capienti FCF rischia di incentivare il *management* a porre in atto investimenti che si riveleranno a VAN negativo<sup>38</sup>. Tuttavia non è raro che le motivazioni trainanti siano in contrasto con l'interesse dell'impresa e che il bisogno di crescita per acquisizione sia artificialmente creato, piuttosto che necessario ad un reale riposizionamento competitivo e al raggiungimento di obiettivi di efficienza operativa cui accennavamo in precedenza. Il confine tra il desiderio di tutelare il proprio

---

<sup>37</sup> Si veda al riguardo Morck, Shleifer & Vishny, *Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?* 45 JOURNAL OF FINANCE 31 (March 1990)

<sup>38</sup> Jensen 1986

interesse da parte del *manager* e la sovrastima dei benefici della crescita per linee esterne (o sottostima dei rischi ad essa collegati) è spesso sfumato. In tali situazioni, un'azione disciplinante fondamentale deve essere svolta dagli azionisti, che hanno il compito di tutelare i propri interessi in assemblea e di richiedere un resoconto informativo dettagliato al *management* sulle decisioni future e sulle operazioni dell'impresa.

Un'ulteriore forma di controllo è esercitata dal Mercato, che premia i *managers* che agiscono negli interessi della propria società, e punisce invece coloro che perseguono i propri esclusivi interessi.

#### **1.4.8 *Market timing***

Un ulteriore fattore rilevante ha a che fare con il *market timing*: in periodi di forte espansione economica (come avvenne prima della crisi finanziaria iniziata nel 2007) le imprese tendono ad essere particolarmente attive sul fronte delle operazioni di acquisizione e fusione. *Myers e Majluf*<sup>39</sup> (1984) sostengono che nei periodi di bolla finanziaria le aziende utilizzano le azioni sopravvalutate al fine di investire in altre imprese. Quando i *managers* credono di essere in possesso di azioni sopravvalutate, allora possono decidere di scambiarle con degli *assets* reali, sebbene questo valga per le sole operazioni di acquisizione e fusione pagate mediante azioni. D'accordo con *Martynova e Renneboog* (2008) recenti studi empirici mostrano come la quinta ondata di M&A (quella che va dal 1993 al

---

<sup>39</sup> Myers, Majluf *corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have* Journal of financial economics 13 (1984), 187-221

2000) sia stata amplificata dal *market timing* dei *managers*. Questo studio conferma quanto detto solo per le acquisizioni pagate tramite azioni mentre per gli altri mezzi di pagamento non abbiamo risultati significativi.

#### **1.4.9 *Domanda e pressioni per la crescita***

Una delle primarie motivazioni per mettere in atto un'operazione di M&A risiede nel desiderio di ingrandirsi. D'altronde le transazioni di questo tipo hanno dimostrato di essere talvolta l'unica via percorribile ai fini della crescita. La pressione esterna, connessa a stimoli di carattere ambientale, può forzare i *managers* ad intraprendere operazioni di M&A<sup>40</sup>. Di converso, la domanda per una crescita a due cifre da parte di analisti ed investitori, può rivelarsi difficile da soddisfare. Per le imprese quotate tale pressione può essere tanto forte da non concedere margini per una realizzazione di un piano di aggregazione che sia organico e gestito in maniera coerente in tutte le sue fasi. Convogliare il bisogno e le pressioni per la crescita assecondando il buon senso ed una visione strategica di fondo appare dunque la scelta migliore nel caso in cui si abbiano le risorse per operare sul fronte M&A.

#### **1.4.10 *Fusioni come mezzo per ristrutturare le imprese in difficoltà***

Talvolta imprese in crisi possono diventare mire interessanti per le imprese che, godendo di un miglior stato degli affari, intendano proseguire od

---

<sup>40</sup> Si veda Sliwotzky e Wise, *The Growth Crisis-and how to escape it*, Harvard Business Review, Financial analysis, July 2002



intraprendere strategie d'espansione, piuttosto che prettamente speculative. Clark e Ofek<sup>41</sup> (1994) esaminano un campione di 38 acquisizioni avvenute tra il 1981 ed il 1988. Caratteristica comune di queste acquisizioni è il loro carattere perlopiù non contestato (*friendly takeovers*) ed il fatto che *bidder* e *target* provengono dalla medesima Industria. Gli autori adoperano sei diverse misure per analizzare la *performance* post acquisizione dell'entità combinata: il riscontro è sfavorevole alle acquirenti, la quali, sulla base dei parametri analizzati dagli Autori, non sono in grado di ristrutturare con successo le *targets* in crisi. Ciò nonostante, il mercato dimostra una buona attitudine nell'anticipare l'esito di un processo di ristrutturazione che coinvolga, o perlomeno s'integri, ad un'operazione di acquisizione e/o fusione. Solitamente i processi che conducono ad una ristrutturazione funzionale e duratura sono quelli dove il premio pagato dall'acquirente per la *target* è limitato, mentre si riscontra una correlazione positiva tra la profondità della crisi affrontata dalla *target* ed il susseguente buon esito della negoziazione. Un *leverage* più elevato nella fase successiva il *deal* sembra poter inficiare il successo di un operazione di acquisizione ed infine la performance mediana nell'industria d'appartenenza della *target*, successivamente alla fusione, risulta correlata positivamente con le sei misure adoperate per valutare la performance successiva della *bidder*.<sup>42</sup>

---

<sup>41</sup> Clark, Ofek *Mergers as a means of restructuring distressed firms: an empirical investigation* Journal of financial and quantitative analysis, vol.29, no.4, December 1994

<sup>42</sup> Le cinque misure di performance adoperate sono: 1. Bidder overpayment, method of payment and relative target size; 2. Financial distress and post-merger leverage; 3. Concessions; 4. Target's industry's post-merger performance; 5. Similarità dell'industria; 6. Management expertise.

## ***1.5 L'obiettivo finale di un M&A: creare valore intercettando le possibili sinergie***

Le acquisizioni creano valore quando i *cash flows* dell'entità combinata sono più alti di quelli che si sarebbero ottenuti altrimenti. Il valore creato per gli azionisti dell'azienda acquirente è dato dalla differenza tra il valore ricevuto ed il prezzo pagato per completare l'operazione:

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

Il valore ricevuto dall'acquisizione è a sua volta uguale alla somma del valore intrinseco della *target* (considerata come entità *stand-alone* e condotta dal *management* originario) e del valore presente (quindi scontato temporalmente) di ogni miglioramento nella *performance* (operativa, finanziaria etc.) ottenuta grazie all'M&A. la seconda componente della formula di cui sopra, il prezzo pagato, è uguale al valore di mercato della *target*, cui va aggiunto ogni premio richiesto per 'convincere' gli *shareholders* di quest'ultima a vendere i loro titoli partecipativi:

$$\text{Valore creato per l'acquirente} = (\text{Valore stand-alone della target} + \text{Valore dei miglioramenti nella performance operativa}) - (\text{valore di mercato della target} + \text{Premio per l'acquisto})$$

Il grafico a seguire illustra intuitivamente quanto detto. Nel nostro esempio l'impresa A acquisisce l'impresa B per un totale di 1 miliardo di euro (prezzo che include un premio oltre il valore di mercato della target del 30%).

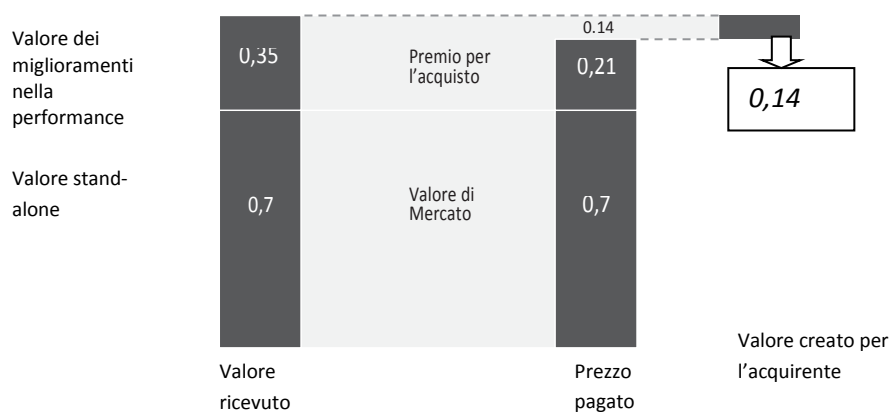


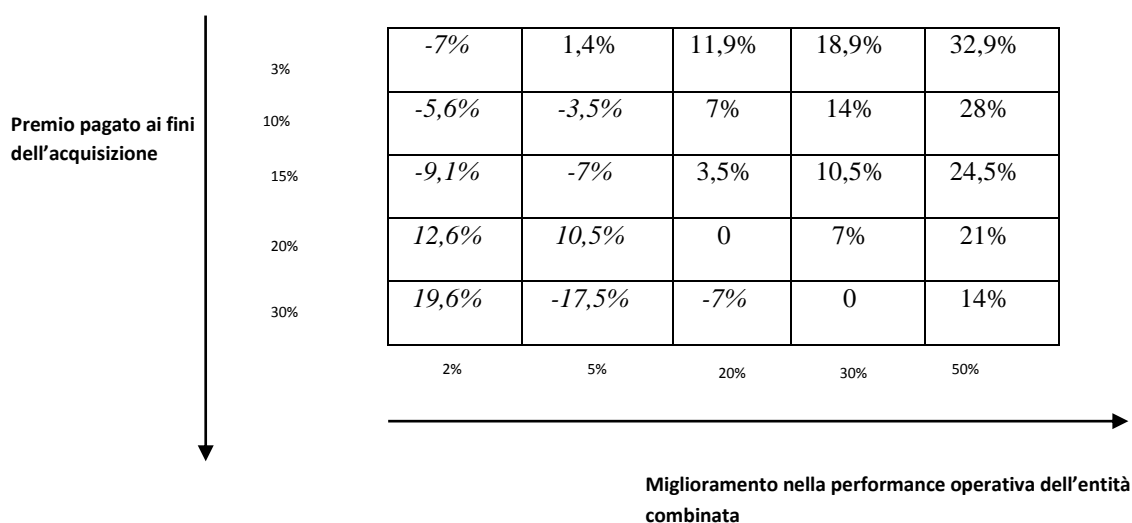
Figura 4: framework per la valutazione di un'acquisizione (adattamento da *Measuring and Managing the Value of Companies* (Koeller et al.), valori in milioni di €

L'impresa A si aspetta di incrementare il suo valore del 50% attraverso una combinazione di miglioramenti operativi, quindi il valore di B per A è eguale a 1 miliardo e cinquanta milioni di euro. Il valore creato per il tramite di questa acquisizione sarà pari a 140 milioni di euro, valore da allocare agli azionisti dell'impresa A. Nel caso in cui il valore *stand-alone* della *target* eguagli il suo valore di Mercato, allora il valore creato per gli azionisti dell'acquirente esisterà solo laddove il valore dei miglioramenti operativi si conferma più alto del premio pagato contestualmente all'acquisizione.

$$\text{Valore creato} = \text{Valore dei miglioramenti} - \text{Premio per l'acquisizione}$$

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

**Tabella 3: performance successiva e premio pagato: possibili scenari**



La tabella di cui sopra mostra il valore creato per gli azionisti dell'impresa acquirente, relativamente al danaro investito nell'operazione ed ipotizzando differenti valori di premio pagato e miglioramenti operativi (lo scenario migliore, in base alle nostre ipotesi, si avrebbe naturalmente con il miglioramento della *performance* più elevato (50%) accompagnato dal più basso premio oltre il valore di mercato (3%)).

Quanto rilevato nei paragrafi precedenti ci restituisce un quadro generale circa le motivazioni che storicamente hanno condotto ad operazioni di acquisizione e/o fusione. Andremo di seguito ad analizzare più nel dettaglio le fasi attraverso le

quali un processo d'acquisizione s'articola e quelle che rappresentano le maggiori criticità da affrontare a tal riguardo. Non si dimentichi che il processo di M&A, per sua natura graduale, si concluderà nel momento in cui le due strutture si integrano e sono in grado di gestire e selezionare i processi interni secondo una logica di *going concern*. Ciò che faremo nell'ultima parte di questo lavoro è andare a valutare se effettivamente le imprese dell'Area Euro che hanno fatto ricorso ad operazioni di acquisizione e fusione tra il 2007 ed il 2012 hanno mostrato dei miglioramenti, o al contrario dei peggioramenti, nella *performance* operativa nei tre anni successivi l'operazione. La *performance* operativa sarà calcolata facendo riferimento a delle specifiche voci di bilancio.

Per ora limitiamoci ad analizzare più da vicino i vari stadi che compongono un processo di M&A e successivamente cercheremo di capire se dopo la fase d'integrazione, a processo ultimato, la performance è variata significativamente in riferimento al campione analizzato.

## **2 *Il processo di M&A***

La crescita rappresenta un elemento fisiologico presente nel DNA di tutte le imprese e le acquisizioni possono essere considerate un'eccellente modalità per accelerare i tempi di tale crescita.<sup>43</sup> Storicamente molte operazioni di acquisizione non hanno rispettato le aspettative formulate inizialmente. Ciò può accadere perché lo stimolo ad acquisire a volte deriva dal solo desiderio di crescere in termini dimensionali, senza dare la giusta attenzione ai potenziali effetti sinergici,

---

<sup>43</sup> Si veda il contributo di Franz Hermann Shutz ne *il processo di acquisizione*, guida MA a cura di AIFI, 2015.

o perché l'operazione è incentivata unicamente da un'ottica di diversificazione del rischio o dalla ricerca delle aziende "migliori" sul Mercato (queste ultime solitamente hanno un prezzo più elevato e risulta più difficile che il compratore riesca ad apportare valore aggiunto, andando ad incrementando redditività e flussi di cassa). Sarà dunque necessario implementare un processo il quanto più analitico per dare forma all'idea iniziale di espansione ed essere in grado di selezionare ed avviare i primi contatti con le *targets* ritenute più interessanti e competitive. Nel precedente capitolo abbiamo analizzato le motivazioni più evidenti, perlomeno in letteratura, per intraprendere un'operazione di acquisizione; di seguito forniremo una panoramica generale riguardante le fasi tipiche di un'operazione di M&A fino ad arrivare alla descrizione dell'ultima fase, quella d'integrazione, ed infine analizzare e studiare la performance operativa post M&A della nuova entità, scopo ultimo di questo lavoro.

## ***2.1 L'analisi strategica preventiva***

In questa fase iniziale il processo di acquisizione deve trovare una collocazione quanto più coerente con i *desiderata* dell'acquirente e precisa nella definizione di modalità sostenibili di realizzazione. A tal fine sarà di vitale importanza il concepimento di una corretta impostazione strategica la quale solitamente si concretizza nell'affidare ad una figura professionale (perlopiù *advisor* e consulenti a vario titolo) l'esame del settore di riferimento e dell'ambiente competitivo in cui l'acquirente intende ricercare e contattare aziende potenzialmente appetibili.

L'analisi strategica preventiva ha dunque il compito di rispondere al quesito che interpella la reale convenienza di un processo d'acquisizione o fusione, per valutare se esso rappresenti il giusto modo d'interpretare le diverse istanze per la crescita. Il processo si articola per fasi ben delineate che vanno dall'impostazione strategica, alla definizione degli obiettivi, nonché l'identificazione del profilo ideale della *target* e la susseguente ricerca di alternative. In tal senso appare utile implementare un *audit strategico* con il fine di analizzare i seguenti punti:

- 1) *Riconoscimento delle aree di debolezza dell'impresa;*
- 2) *Analisi della concorrenza di settore e variabili competitive;*
- 3) *Identificazione delle sinergie conseguibili;*
- 4) *Verifica della fattibilità finanziaria dell'operazione;*
- 5) *Influenze e ripercussioni sul rapporto con la clientela.*

Lo scopo finale dell'analisi strategica consisterà nell'individuazione dei migliori candidati (*targets*) e nell'avvio una prima fase di *screening* finalizzata alla scrematura primaria dei candidati precedentemente individuati. Il terzo punto elencato, quello riguardante l'identificazione delle possibili sinergie, è forse il più controverso e difficile da realizzare, soprattutto in riferimento alla stima del livello concretamente raggiungibile.

Per delineare efficacemente il contesto nel quale l'azienda acquirente intende operare, nonché accertare con precisione il profilo ideale delle potenziali *targets*, i seguenti punti andranno considerati contemporaneamente:

- 1) *Caratteristiche dell'impresa da acquisire;*

- 2) *Livelli di leverage applicabili all'acquisizione;*
- 3) *Timing dell'operazione;*
- 4) *Implicazioni in termini di sostenibilità economico-finanziaria per l'acquirer;*
- 5) *Prezzo limite dell'offerta.*

In particolare il quarto punto potrà riguardare gli investimenti necessari per portare la *target* in linea con gli standard operativi desiderati dall'acquirente.<sup>44</sup> Il successo nella ricerca e selezione della giusta *target* sarà dunque decretato, tra gli altri, dal grado di conoscenza del Mercato, dei clienti, dei fornitori, dei concorrenti ed in senso lato del pubblico indistinto degli *stakeholders*. Il numero minimo di candidati da valutare solitamente non travalica le quattro o cinque unità, anche in riferimento alle imprese di nuova costituzione (*start-up*) poco conosciute ma con alti potenziali di crescita. Le aree su cui concentrare l'attenzione in caso di selezione della *target* possono basarsi sinteticamente sui seguenti criteri: strategico, finanziario, criteri particolari, dimensionali e criteri di sostenibilità finanziaria.<sup>45</sup>

Si noti in ultimo come le società *target* possano essere selezionate per i tramite di una società di consulenza esterna. Questa modalità risulta utile laddove le acquisizioni siano finalizzate all'ingresso in nuovi Mercati (anche a fini di diversificazione) o nel caso in cui si ricerchino potenziali candidati in Mercati geograficamente lontani o segmenti di Mercato parzialmente inesplorati.

---

<sup>44</sup> Conca, *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*. Egea, Milano, pp. 91-92

<sup>45</sup> M.Sabine, *Alta finanza aziendale*, Milano, IPSOA, 1989



Può accadere che il primo contatto avvenga ad opera della *target*: in questo caso, una volta selezionati i potenziali acquirenti, il più comune mezzo di contatto è la così detta *approach letter*, con cui si vuole comunicare l'opportunità d'acquisire una società in un dato settore con il fine di ottenere un primo *feedback* da parte dei possibili compratori selezionati. A coloro che rispondono positivamente alla lettera viene di norma inviato un breve profilo anonimo sulla *target* (*blind profile*) contenente informazioni sintetiche sul settore di riferimento, sull'attività svolta e sui principali dati finanziari.<sup>46</sup>

Da quanto detto emerge come, già nella fase precedente il processo vero e proprio d'acquisizione, le modalità con cui intraprendere un progetto di M&A possano districarsi in maniere sostanzialmente diverse, a seconda del soggetto, *target* o *bidder*, che per primo dà impulso al processo *in nuce*.

## ***2.2 la selezione della giusta target***

Come accennato pocanzi, di vitale importanza è l'implementazione di un disegno strategico articolato, coerente ed organico: da questi ed altri fattori dipenderanno l'efficacia ed il successo di un'operazione di M&A. Uno dei primi aspetti da considerare concerne l'individuazione delle singole fasi attraverso le quali sviluppare il processo d'acquisizione, il quale, connotandosi per essere un'operazione di natura straordinaria, spesso si associa all'*alea* insista nella sua gestione sistematica, nonché in riferimento ad i problemi che possono di volta in

---

<sup>46</sup> Per ulteriori dettagli si veda: *AIFI, come valutare, acquistare e cedere un'azienda*.

volta insorgere e costringere il *management* a rivedere stime date per valide negli stadi precedenti del processo.

Difatti una delle maggiori criticità è ascrivibile alla durata delle singole fasi ed ai tempi complessivi per la realizzazione del processo. Si deve tener conto inoltre dei fattori ambientali e non direttamente controllabili (si pensi alla ciclicità delle attività aziendali ed al rischio sistematico) i quali sono in grado d'inibire l'*appeal* del progetto d'aggregazione. Anche il fattore temporale gioca un ruolo fondamentale, tanto che la velocità nell'implementazione delle varie fasi del processo d'acquisizione può contribuire a spiazzare la concorrenza e ad anticipare i tempi d'accesso in un Mercato con buone prospettive di crescita. In questo ambito lo squilibrio in termini di forza contrattuale tra le parti porta ad accorciare i tempi della negoziazione; al contrario situazioni di sostanziale equilibrio nei rapporti di forza tra i contraenti contribuiscono ad ampliare i tempi per arrivare al *deal* finale, rendendo la trattativa più laboriosa. Altro aspetto critico attiene la frequenza con la quale il *management* può essere obbligato a rivedere, se non integralmente riconsiderare, le ipotesi di lavoro iniziali, quelle elaborate nella fase di selezione della *target* e redazione di un piano strategico d'acquisizione (si parla in tal senso di *ipotesi di circolarità*). Ogni fase incrementale consentirà di valutare il grado di coerenza (e di fattibilità) delle decisioni su cui si fondano gli obiettivi strategici dell'M&A e d'altro canto saranno il presupposto imprescindibile per il concepimento e la realizzazione di un nuovo stadio decisionale. L'iterazione del processo si manifesta ad esempio quando l'analisi delle *targets* non soddisfa le aspettative sviluppatesi all'atto della selezione iniziale. Ciò può verificarsi a

seguito di una più approfondita valutazione finanziaria, allorquando l'alternativa scelta dovesse non apparire più perseguibile od anche le sinergie (di costo, nelle *revenues* etc.) diventino eccessivamente rischiose e presentino un *alea* troppo grande per essere razionalmente prese in considerazione. Anche nella fase di *due diligence*<sup>47</sup> possono evidenziarsi problemi tali da giustificare l'abbandono dell'alternativa considerata.

Possiamo dunque affermare come negli stadi iniziali il fattore critico preponderante sia rappresentato dalla correttezza della visione strategica di fondo, in riferimento alla sostenibilità della sua realizzazione ed alla tempistica (programmata) necessaria al suo completamento; il tutto va poi confrontato con l'interesse mostrato nei confronti di specifiche *targets*, guardando alla bontà delle scelte fatte nella loro selezione.

Nei due paragrafi a seguire vengono illustrate alcuni fattori che sembrano poter condizionare la scelta della *target* e di cui sostanzialmente tener conto nel momento in cui si decida di avviare la negoziazione con la stessa: in particolare distingueremo fra due tipologie di *target* individuate in letteratura (growth e value firms), elencando brevemente i risultati ottenuti, e vedremo come l'acquisto di

---

<sup>47</sup> Trattasi di uno studio fatto a fronte di un potenziale investimento. Solitamente si fa riferimento alla due diligence in termini di cura da adoperare nel caso si stipulino accordi o transazioni con una qualsiasi controparte. Spesso l'offerta di acquisto di un asset o di un'intera azienda dipende dal risultato prodotto dalla due diligence: in essa si valutano i prospetti finanziari ed ogni notizia utile riguardo la target. Anche la target può predisporre una due diligence nei confronti dell'acquirer: in questo caso i temi principali riguarderanno la reale capacità d'acquisto del buyer ed ogni altra componente rilevante ai fini della conclusione del deal. Per ulteriori delucidazioni si consulti:

<http://www.investopedia.com/terms/d/duediligence.asp>

*target* in specifici periodi della loro crescita possa condizionare l'output finale del processo.

Una volta analizzati questi fattori strategici, riprenderemo con l'analisi cronologica del processo di M&A, introducendo il lettore al processo di valutazione e negoziazione, quelli propedeutici alla realizzazione e concretizzazione finale del *deal*.

### **2.2.1 Tipo di target (growth vs value firms)**

Rau e Vermaelen<sup>48</sup> (1998) sostengono che nelle imprese con alti *M/B ratio* (*Market value of assets on Book value of assets ratio*) i *managers* più facilmente sono indotti a sovrastimare la loro attitudine nella gestione dell'operazione di acquisizione (*overconfidence*), saranno affetti da quello che Roll<sup>49</sup> (1986) suggestivamente chiama *hubris* (eccessivo orgoglio e fiducia nelle proprie capacità). Lakonishok et al.<sup>50</sup> (1994) definisce le *glamour firms*: sono quelle con alti *stock returns* nel passato e caratterizzate da un'alta crescita nei *free cash flows*. Secondo gli autori, gli azionisti, così come il *management* ed il consiglio direttivo, più facilmente avranno fiducia nelle scelte dei secondi e verosimilmente approveranno i piani di acquisizione presentatigli. Sembra dunque che ci sia un'evidenza a favore delle *glamour firms*, perlomeno nel passaggio relativo alla

---

<sup>48</sup> Rau, Vermaelen *Glamour value and the post acquisition performance of acquiring firms*, Journal of Financial Economics 49 (1998) 223

<sup>49</sup> Roll, *The hubris hypothesis of corporate takeovers* The journal of business, vol.59, no.2, part.1 (April 1986), 197-216

<sup>50</sup> Lakonishok, Shleifer, Vishny *Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk* The journal of finance, December 1994

negoziazione dell'accordo di fusione o acquisizione. D'altronde, fanno notare *Rau e Vermaelen*, nelle *value firms* i *managers*, i direttori ed i grandi azionisti saranno più prudenti prima di intraprendere una contrattazione particolarmente dispendiosa, la quale potenzialmente prova la capacità stessa di sopravvivenza dell'impresa acquirente. Inoltre i due autori calcolano *abnormal returns* attorno all'8% per i *value acquirers* nel caso di fusioni e del 16% nelle OPA; per i *glamour acquirers* gli *abnormal returns* si attestano sul 17% in caso di fusione e sul 4% nel caso di OPA (quest'ultimo risultato non è statisticamente significativo). *Singh e Zollo* fanno notare come la qualità della *target* (ponderata sulla base della performance pre acquisizione) abbia un effetto negativo sulla *performance* della nuova entità e vada a diminuire sia il livello di rimpiazzo del *management* che l'integrazione effettiva fra i due attori nel processo di M&A. *Fuller et al.*<sup>51</sup> (2002) analizzano l'impatto della liquidità e dei fattori che limitano la competizione nell'ambito di un operazione di M&A. Le imprese private e quelle sussidiarie difficilmente saranno comprate o vendute con la stessa flessibilità fornita da quelle negoziate pubblicamente (*publicly traded*). Quanto detto può creare gap di liquidità all'interno della negoziazione, andando a diminuire il numero di acquirenti interessate e rendendo gli investimenti in imprese private meno attrattivi, quanto meno sulla base di un giudizio iniziale di fattibilità. *Chang*<sup>52</sup> (1998) formula la così detta ipotesi di monitoraggio: le

---

<sup>51</sup> Fuller, K., J. Netter and M. Stegemoller. 2002. 'What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions'. The Journal of Finance 57(4): 1763-1793

<sup>52</sup> Chang, *Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns* The journal of finance, april 1998

imprese *target* possedute da privati, laddove acquisite tramite scambi azionari, più facilmente incentivano la creazione di gruppi di potere da parte degli azionisti. Questi gruppi possono avere effetti benefici in termini di controllo del *management* e creazione di valore per i compratori in un'operazione d'acquisizione. Infine i risultati di *Beitel* (2004) dimostrano che gli *excess returns* per i *bidder*, e susseguentemente per la *combined entity*, sono significativamente più bassi quando i *bidders* acquistano imprese *target* che crescono lentamente, con un'indicazione per la preferenza degli *shareholders* per *targets* che crescono più velocemente.

### ***2.2.2 Acquire con il corretto timing le target più promettenti***

Uno degli archetipi posti a fondamento delle operazioni di M&A ha a che fare con l'acquisizione di imprese che si trovano in uno stato iniziale di sviluppo, magari in industrie emergenti, piuttosto che impegnate nel *concept* e susseguente sviluppo di prodotti innovativi.

Johnson & Johnson fece uso di questa strategia per acquisire aziende con buone prospettive di crescita nel campo dei dispositivi medici. Quando nel 1996 rilevò Cordis, quest'ultima vantava 500 milioni di dollari di *revenues*. Dal 2007, i suoi guadagni sono cresciuti fino a 3,8 miliardi di dollari, riflettendo un tasso di crescita annuale del 20%. Johnson & Johnson sempre nel 1996 acquisì anche il produttore di dispositivi ortopedici DePuy, quando lo stesso vantava 900 milioni di dollari in guadagni per anno. Dal 2007 le *revenues* di DePuy sono cresciute fino a 4,6 miliardi di dollari, con una tasso di crescita annuale anche qui del 20%. Da

quanto detto emerge come si debba essere disponibili a fare investimenti prima che *competitors* e operatori del Mercato riescano a loro volta ad intuire il potenziale celato dietro alcune imprese emergenti. Spesso si tratta di vere e proprie scommesse, da cui aspettarsi, talvolta, dei fallimenti.

### 2.2.3 *Grandezza relativa degli assets*

La grandezza relativa degli *assets* di *target* ed *acquirer* può rappresentare un importante fattore di cui tener conto allorché s'intraprende un'operazione di acquisizione. *Beitel* afferma che l'acquisizione di imprese *target* di dimensione ridotta, in comparazione con quella della *bidder*, contribuisce a creare dei ritorni in eccesso per gli azionisti dell'impresa acquisita. Al contrario, non si rilevano risultati significativi per la *bidder*. L'autore conclude affermando che nel caso dell'acquisizione di *target* relativamente più grandi vi sono le potenzialità per la creazione di rilevanti economie di scala. *Eckbo et al.*<sup>53</sup> (1990) sostengono che l'acquisto di un'impresa *target* relativamente grande rappresenta un evento maggiormente rischioso per l'acquirente, rispetto al caso d'acquisto di una *target* più piccola. La grandezza relativa maggiore può contribuire alla creazione di maggiori sinergie, seppur la gestione di acquisite più grandi può talvolta rivelarsi affare difficile. Quando il *size* della *target* cresce, ci può essere un guadagno (*bargaining*) più grande in termini di potere competitivo per l'acquirente, ma al contempo l'operazione può divenire più dispendiosa rispetto al caso di *target* più

---

<sup>53</sup> Eckbo, B.E., R.M. Giammarino, and R.L. Heinkel. *Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers* // Review of Financial Studies, 1990. – # 3. – pp. 651-676

piccole. Rimane comunque poco chiara la relazione, in riferimento alla *performance* post M&A, tra la grandezza relativa degli *assets* della *target* e quella dell'acquirente. Parte della letteratura associa una maggiore grandezza relativa non solo a futuri capienti guadagni, rivenienti dalla creazione di economie di scala e di sinergie operative (Seth, Song e Pettit<sup>54</sup> 2002), ma anche ad un alto rischio successivo l'M&A, soprattutto in riferimento ai costi per integrare le due strutture e quelli derivanti da un eventuale fallimento dell'operazione (Shimizu et al.<sup>55</sup> 2004). Linn e Switzer (2001) affermano che l'acquisizione di *target* relativamente grandi è più redditizia rispetto all'acquisto di *target* più piccole in termini di *asset size*. D'altro canto, la maggior parte delle evidenze empiriche riportano una relazione non significativa tra l'*asset size* della *target* e la contestuale *performance* post acquisizione (Healy et al 1992).

Andiamo ora ad analizzare più da vicino come un'azienda che intende acquisire verifica la sostenibilità, nonché la bontà della propria strategia d'espansione. Accenneremo dunque alla fase della valutazione, senza scendere in particolari che trascenderebbero dall'obiettivo del nostro lavoro. La fase di negoziazione verrà esaminata successivamente, seppur valutazione e negoziazione siano strettamente correlate l'una con l'altra ed abbiano tempistiche e modalità di sviluppo non per forza temporalmente sequenziali.

---

<sup>54</sup> Seth, Song, Pettit *Value creation and destruction in cross-border acquisitions: an empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms*, Strategic Management Journal, pag. 921-940, October 2002

<sup>55</sup> Shimizu et al. *Theoretical foundations of cross-border M&A*, Journal of international management, vol.10, pag. 307-53, 2004



### 2.3 Valutazione di un'operazione di M&A

In un'operazione, sia essa di fusione od acquisizione, è di fondamentale importanza dare un valore il più accurato e preciso possibile rispetto al valore della *target* (valore che denoteremo con  $V_t$ ). Accade spesso che a seguito dell'annuncio del deal la capitalizzazione di borsa della *target* (laddove quotata in Borsa) subisca un brusco rialzo. Definiremo con  $V_t'$  il valore di mercato dell'*equity* della *target* in fase di acquisizione e fusione. Se supponiamo che la *bidder* acquisisca la *target* tramite *cash* o *stock* (denoteremo entrambi con  $\mu$ ), allora il costo complessivo dell'acquisizione ( $\pi$ ) sarà pari a:

$$\pi = \mu - V_t$$

Possiamo ora scomporre  $\pi$ : se contestualmente con la realizzazione del deal il valore azionario della *target* è in rialzo, allora la *bidder* dovrà pagare un prezzo maggiorato per assicurarsi la partecipazione desiderata. Avremo dunque un costo apparente ( $\pi'$ ) dato dal premio offerto dalla *bidder* rispetto al valore attuale delle azioni della *target*, ed un premio ( $\varepsilon$ ), determinatosi sulla base della valutazione del mercato riferita alla *target*. Qualora la *bidder*, senza incrociare le aspettative del Mercato, decida di ridurre il costo dell'acquisizione a  $\pi'$ , andrebbe incontro al rischio di effettuare una pericolosa sottostima sul valore della *target*. L'espressione completa sarà allora:

$$\pi = (\mu - V_t') + (V_t' - V_t)$$

Con

$$\begin{cases} \pi' = \mu - V_t' \\ \varepsilon = V_t' - V_t \end{cases}$$

Quest'ultima equazione si riduce, mediante semplificazione, a quella precedentemente esposta. Il reale valore degli *assets* aziendali a ridosso dell'operazione è dato da  $V_t$ , laddove  $V_t'$  rispecchia le aspettative future del Mercato (caratterizzate da un certo grado di aleatorietà). L'acquisizione si dimostrerà un buon affare, per la *bidder*, se la creazione di valore generata tramite l'operazione si dimostra superiore al costo sostenuto:

$$\Delta V_b > \pi$$

Con  $\Delta V_b$  che denota l'incremento di valore ottenuto dalla *bidder*, associato all'operazione di acquisizione o fusione.

Una volta accettata la logica di cui sopra, rimane in sospeso la domanda che concerne la derivazione finale del prezzo di un'azienda, e se questo possa essere significativamente diverso dal suo valore intrinseco. Opportuno è ricordare che per un'azienda non esista un valore puntuale ed assoluto, in quanto la soggettività è implicita nel lavoro dell'analista-valutatore, come dimostra il fatto che più esperti, pur in possesso delle medesime informazioni ed utilizzando gli stessi criteri di stima, nel valutare la stessa azienda possono pervenire a risultati anche sensibilmente dissimili.<sup>56</sup>

- *Da cosa dipende il valore di un'azienda?*

In linea teorica possiamo determinare il valore di un'impresa andando ad attualizzare all'oggi i flussi di reddito che la stessa sarà in grado di generare in

---

<sup>56</sup> Da un articolo di Marco Tanzi Marlotti apparso sulla rubrica annuale dell'AIFA: *guida M&A, come valutare, acquistare e cedere un'azienda* (2015)

futuro (flussi reddituali e finanziari). Il valore di un'azienda va dunque interpretato in termini "prospettici", ponderando la valutazione sulla base del grado d'incertezza ed aleatorietà insiti nella stima dei flussi di cassa futuri.

Fra i principali metodi e modelli valutativi ricordiamo i seguenti: metodo patrimoniale, modello reddituale, modello misto patrimoniale-reddituale, modello finanziario, il modello dei multipli di mercato ed infine il modello delle opzioni reali. Analizzeremo sinteticamente il quarto ed il quinto dei modelli di cui sopra, quelli che probabilmente vengono nella prassi maggiormente adoperati.

- *Il modello finanziario*

Più conosciuto come DCF (*discounted cash flow*), questo metodo conduce alla determinazione del valore del complesso aziendale basandosi sui seguenti addendi:

1. Flussi di cassa operativi (*free cash flow* al lordo degli interessi finanziari) che l'attività economica sarà in grado di generare entro l'orizzonte temporale previsto dal *business plan* ( usualmente 3-5 anni);
2. Valore residuo (*terminal value*), cioè il valore del complesso aziendale alla fine dell'orizzonte temporale considerato, ottenuto tramite estrapolazione dei risultati attesi oltre tale periodo.

Il valore così stimato corrisponderà al valore di Mercato delle attività nette dell'azienda considerata (*enterprise value*). Per ottenere il valore complessivo di mercato delle azioni (o quote), all'*enterprise value* dev'essere detratta la posizione

finanziaria netta, data dalla differenza fra l'ammontare dei debiti finanziari e delle attività finanziarie liquide.

$$\text{Equity value} = \text{enterprise value} - \text{PFN}$$

Nella stima, nonché nella previsione, dei flussi di cassa sono coinvolte variabili come il tasso di crescita degli utili, il tasso di sconto da applicare, la finestra temporale adoperata e quant'altro contribuisca a condizionarne il risultato finale.<sup>57</sup> Senza inoltrarci in dettagli che trascendono le finalità del presente lavoro, riportiamo un esempio di calcolo dell'*EV* e dell'*equity value*, basandoci su di un modello di crescita stabile (in cui si ipotizza che l'impresa, raggiunta la fase di maturità. Cresca in definitivamente ad un tasso di crescita fisso  $g$ ), così come individuato da Gordon (1956)<sup>58</sup>:

$$EV = \sum_{t=0}^T \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{\frac{FCFO_{t+1}}{(WACC - g)}}{(1 + WACC)^t}$$

$$EQUITY VALUE = \sum_{t=0}^T \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{\frac{FCFE_{t+1}}{(K_e - g)}}{(1 + K_e)^t}$$

---

<sup>57</sup> A titolo d'esempio si faccia riferimento alle diverse modalità di stima del valore terminale a seconda che si usi un modello di crescita stabile o al contrario un modello con più stadi di crescita, ognuno dipendente da tassi di crescita peculiari per il periodo considerato. Per quanto concerne il tasso di sconto dei flussi di cassa, si pensi alla differenza insita nell'uso del WACC (con il calcolo diretto dell'*EV*) o in alternativa nell'uso del costo dell'*equity*, da adoperare nel caso in cui si stimino i flussi di cassa disponibili per l'azionista (in tal caso il calcolo ci fornirà la stima del valore del patrimonio).

<sup>58</sup> Gordon, Shapiro: *Capital Equipment analysis. The required rate of profit*, Management Science, Ottobre 1956.

- *Il metodo dei multipli*

Trattasi di un metodo di valutazione così detto “relativo”, spesso adoperato per controllare la robustezza delle principali tecniche di valutazione basate su valori “assoluti”. All’interno della vasta categoria dei multipli possiamo distinguere fra multipli del capitale di rischio (basati sull’*equity value*) e multipli del valore (basati al contrario sull’EV).<sup>59</sup> Di seguito alcuni esempi dei principali multipli adoperati nella prassi:

Tabella 4: esempio di multipli equity side ed enterprise value side

multiplo	Formula	Descrizione
<i>Multipli del capitale di rischio</i>	I multipli del capitale netto sono determinati dalle stesse variabili fondamentali che determinano il valore del capitale netto nel modello di attualizzazione dei flussi di cassa – crescita attesa degli utili, rischio di capitale, flussi di cassa potenziali	
Price/Earnings	Valore di mercato dell’azione / Utili per azione	Multiplo del capitale di rischio che rappresenta il rapporto tra il valore di mercato di un’azione e gli utili generati dalla stessa
Price-to-book	Valore di mercato del capitale netto / valore contabile del capitale netto	il valore di mercato del capitale netto in un’impresa riflette le aspettative del mercato circa la capacità dell’impresa di generare utili e flussi di cassa. Il valore contabile del capitale netto è dato dalla differenza tra il valore contabile dell’attivo ed il valore contabile del passivo
Price / Sales	Valore di mercato del capitale netto / ricavi	Un multiplo dei ricavi misura il valore del capitale netto o di un’attività in relazione ai ricavi che essa genera. Imprese che hanno bassi multipli dei ricavi sono considerate meno appetibili rispetto a quelle per le quali tali multipli sono elevati
<i>Multipli del</i>		

<sup>59</sup> Per ulteriori approfondimenti si consulti: Damodaran, *Valutazione delle aziende*, edizioni Apogeo (2006)

Valore		
EV / EBITDA	(Valore di mercato del cap. inv. + val. mercato del debito –Liquidità) / EBITDA	I multipli dell' <i>enterprise value</i> guardano al valore di mercato delle attività operative dell'impresa e non semplicemente al capitale investito in essa. Perciò essi forniscono una misura più corretta del Valore, che è meno affetto dalle decisioni di indebitamento. No c'è da sorprendersi se alcune variabili che determinano il valore dell'impresa – costo del capitale, tassi di crescita e tassi di reinvestimento – incidono sui multipli del valore atteso. Per ogni multiplo vi è una variabile che è più ancorata ad esso; in caso di rapporto EV / Capitale questa variabile è il ROIC, mentre in caso di rapporto EV / Ricavi essa corrisponde al margine operativo al netto delle imposte.
EV / BOOK VALUE	(Valore di mercato del capitale investito + valore di mercato del debito) / (valore contabile capit. Inv. + valore cont. Debito)	
EV / RICAVI	(//) / ricavi	

Importante è rilevare come l'uso dei multipli vada comunque inserito in un processo valutativo che garantisca un nesso causale fra prezzo e parametro considerato, nesso derivabile sulla base di una formula valutativa "assoluta": il valore dell'impresa varia contestualmente alla variabile economica scelta come parametro di *performance*. Inoltre necessario è che il multiplo dimostri una discreta stabilità nel tempo, unita alla presenza di elementi in grado di spiegare le

differenze nei valori degli stessi in riferimento ad imprese simili, o quantomeno comparabili.

Si consideri inoltre come nel calcolo dei multipli la scelta possa ricadere sui così detti multipli *correnti*, calcolati sulla base dei dati a disposizione nell'ultimo bilancio emesso, multipli *leading*, calcolati basandosi sulle stime di bilancio relative l'anno a seguire, multipli *trailing*, ottenuti guardando ad i risultati di bilancio dei dodici mesi precedenti.

I multipli che brevemente sono stati elencati vengono classificati più generalmente come *trading multiples*, ossia multipli estrapolati direttamente dai dati di bilancio di imprese operanti sul Mercato (si parla in tal senso di *publicly traded companies*). Ai fini del nostro lavoro si connotano per un maggiore interesse i così detti *transaction multiples* (o *deal multiples*): sono multipli derivati direttamente dall'analisi delle operazioni di M&A. Se per esempio la compagnia A acquisisce il controllo della compagnia B per cinque miliardi di Euro, e la compagnia B ha *sales* in bilancio per dieci milioni di euro, allora il multiplo associato a questa transazione ( $EV/Sales$ ) sarà uguale a 0,5x. Un multiplo di transazione si connota dunque per essere una metrica tipicamente finanziaria da adoperare nel caso in cui, in fase di acquisizione, l'obiettivo sia la valutazione un'impresa *target* sulla base delle transazioni osservate precedentemente sul Mercato, relativamente ad imprese ritenute comparabili (magari per grandezza degli *assets*, settore di riferimento e similarità del business). L'idea sottostante questa metodologia prevede che si guardi ad un gruppo di imprese simili alla *target*, anche in riferimento al prezzo al quale le transazioni sono avvenute nel

recente passato delle imprese adoperate per il confronto, così da poter normalizzare la valutazione della specifica *target* ad i risultati ottenuti facendo riferimento alle compravendite effettuate nel passato.<sup>60</sup>

L'analisi delle transazioni precedenti è inserita d'altronde nel più vasto ambito dell'analisi dei comparabili e si connota per la sua funzionalità ai fini dell'analisi di un'operazione di M&A, anche in virtù del suo fondarsi su dati e informazioni pubblicamente disponibili. Certamente vi sono dei limiti all'uso di multipli basati sulle precedenti transazioni. Spesso il premio per l'acquisto va eliminato dal calcolo va sottratto all'atto del calcolo del multiplo, i dati disponibili sulle transazioni passate possono non essere abbastanza dettagliati ed un livello più o meno alto di approssimazione è d'altronde necessario nella valutazione "relativa".

Di seguito elenchiamo brevemente le varie fasi un processo di valutazione basato sulle transazioni precedenti:

- Compilare una lista completa di imprese operanti in Industrie simili e/o con simile grandezza degli *assets*;
- Filtrare la lista fino ad arrivare ad un *range* di 5-10 transazioni, preferibilmente coinvolgenti imprese con simili fonti di guadagni, capitalizzazione di mercato, Industria e locazione geografica;
- Decidere che multiplo adoperare, i più comunemente adoperati sono il forward o trailing *EV/Revenue* od *EV/Ebitda*;
- Calcolare la media dei multipli in precedenza computati ed il valore del multiplo relativo la nostra azienda;

---

<sup>60</sup> Per maggiori riferimenti al riguardo si consulti: <http://www.wallstreeoasis.com/finance-dictionary/what-is-comparable-analysis>



- Applicare la media di cui sopra alla nostra azienda di riferimento per ottenere un'idea di sostenibilità e fattibilità della transazione *in nuce*.

Di seguito parliamo brevemente di come, nell'ambito di un'operazione di M&A, siano interpretate e valutate le potenziali e prospettabili sinergie sul fronte operativo e su quello finanziario (sinergie che in ultima ipotesi possono condizionare le *performance* operative negli anni successivi relative la nuova entità formatasi a seguito dell'aggregazione). Fatta questa chiosa torneremo all'analisi del processo di acquisizione, stavolta argomentando riguardo la fase di acquisizione.

### **2.3.1 La valutazione delle sinergie derivanti da un'M&A**

Le sinergie rappresentano il valore incrementale generato dalla combinazione di due aziende, contestualmente alla creazione di opportunità che non sarebbero raggiungibili se le imprese operassero indipendentemente.

Le sinergie operative interessano la formazione di economie di scala, un maggiore *pricing power*, la combinazione di diverse aree funzionali e la maggiore crescita in nuovi mercati od in quelli già esistenti. Questo tipo di sinergie può comportare effetti sui margini, sui rendimenti, sulla crescita e, attraverso questi elementi, sul valore dell'impresa coinvolta nell'operazione di fusione o acquisizione.

Le sinergie finanziarie interessano fattori quali la capacità di indebitamento, lo sfruttamento di benefici fiscali, la diversificazione ed il *cash slack*.<sup>61</sup> per la necessità di sintesi ci limitiamo a ricordare le fonti abituali di sinergie finanziarie: migliore utilizzo della liquidità in eccesso, maggiori benefici fiscali derivanti dall'uso delle perdite pregresse e maggiori deduzioni fiscali, aumento della capacità di indebitamento e, pertanto, del valore complessivo dell'impresa

Di seguito analizzeremo in sintesi la metodologia di valutazione delle sinergie, sia operative sia finanziarie.

Teoricamente c'è un potenziale per lo sviluppo di sinergie operative in ogni operazione di acquisizione. Prima di tutto ci si deve chiedere quali forme ci si aspetta che queste sinergie assumeranno. Andranno a ridurre l'incidenza dei costi sui ricavi ed aumenteranno la durata del periodo di crescita? Le sinergie d'altronde per avere un effetto sul valore devono poter influenzare uno dei quattro input del processo di valutazione: devono generare cash flow incrementali degli asset esistenti, tassi di crescita più elevati, periodi di crescita allungati o minore costo del capitale. Altra domanda da chiedersi è quella concernente la tempistica dei suddetti effetti sui cash flow: le sinergie di rado hanno conseguenze istantanee e dal momento che il valore delle sinergie è il valore attuale dei flussi di cassa da questi creati, maggiore è il tempo necessario affinché si mostrino, minore è il valore. Non si dimentichi inoltre come il prezzo che si è disponibili a pagare per sinergie e controllo possa essere scorporato in due componenti principali: il prezzo di mercato ed il premio su tale prezzo.

---

<sup>61</sup> Vedi nota 59

- *Le fasi della valutazione delle sinergie operative*

Il valore delle sinergie operative può essere stimato in tre stadi sequenziali. Innanzi tutto si procede a valutare le imprese coinvolte nella fusione indipendentemente, mediante attualizzazione dei flussi di cassa attesi per ciascuna impresa, adoperando il rispettivo costo medio ponderato del capitale. Successivamente si stima il valore della combinazione delle due imprese in assenza di sinergie, andando a sommare i valori ottenuti per ciascuna entità nella fase precedente la fusione/acquisizione. Infine si incorporano gli effetti delle sinergie attese nei flussi di cassa attesi precedentemente stimati così da poter valutare la combinazione dei *businesses* includendo le sinergie potenziali.

La differenza fra il valore delle due imprese in assenza di sinergie ed il valore che al contrario tiene conto delle sinergie realizzabili rappresenta proprio il valore delle suddette sinergie.

Una volta effettuata una digressione sulla valutazione più generale di un'operazione di acquisizione, ed una valutazione specifica sul calcolo delle sinergie, analizziamo ora più da vicino il processo di negoziazione, andando ad individuarne le principali fasi e peculiarità.

## **2.4 La fase di negoziazione**

Una volta analizzato, mediante l'analisi strategica preventiva, il contesto di Mercato in cui si vuole operare, il ventaglio di *targets* interessanti ai fini di

un'operazione di M&A, ha inizio il terzo *step* da realizzare in un processo di acquisizione concernente la negoziazione fra le parti.

In questa fase il contributo del *management* ha una valenza residuale rispetto agli stadi precedenti: sono rare le situazioni in cui la fase di negoziazione viene gestita unicamente da personale interno all'azienda. Il ruolo del *management* è ancorato al supporto, al rifornimento d'informazioni (per facilitare il dialogo fra le controparti) e solo di rado al vero e proprio sviluppo del processo.<sup>62</sup> La negoziazione non potrà inoltre prescindere dal rapporto di forza fra i contraenti e dalla presenza di un'utilità reciproca da concretizzare nella realizzazione del *deal*.

Caso peculiare si ha quando *bidder* e *target* sono concorrenti nello stesso settore industriale: l'avvio delle negoziazioni può svilupparsi in condizioni di suditanza psicologica, soprattutto in considerazione delle quote di mercato possedute da ciascuno di essi, le quali potenzialmente incentivano il concepimento di condizioni finali di scambio basate su di una sostanziale iniquità. Un'alta competizione tra concorrenti può innalzare vere e proprie barriere tra le parti, disincentivando la potenziale *acquirer* dal formulare un'offerta d'acquisto, seppur in condizioni di convenienza reciproca (ciò può verificarsi nel caso in cui gli *shareholders* della *target* siano poco propensi a diluire o cedere il proprio patrimonio in azienda nei confronti degli *shareholders* dell'azienda acquirente).

Solitamente sono le società esterne di consulenza, le quali individuano i potenziali candidati, che ricevono il compito di curare le prime trattative con le *targets* più appetibili. L'alternativa a questo meccanismo può consistere

---

<sup>62</sup> T. Ubertazzi, *Il processo di acquisizione di imprese*, Padova, CEDAM, 2008, p. 175 e ss

nell'individuazione di interlocutori privilegiati e di persone che, per svariati motivi, godono della fiducia del *management* e degli azionisti di *target* ed *acquirer*. Una volta avviati i primi contatti, le *targets* selezionate vengono ulteriormente filtrate contestualmente ai primi contatti innescati in fase di contrattazione. I fattori da considerare in questa fase hanno perlopiù a che fare con le sinergie concretamente realizzabili, la valutazione sulla reale probabilità di addivenire ad un accordo, la stima del prezzo probabile, nonché gli aspetti critici da superare, anche guardando avanti all'integrazione post acquisizione.

Con l'avanzare del progetto di fusione/acquisizione, il rapporto fra le controparti viene ulteriormente formalizzato per il tramite di quella che in gergo viene chiamata lettera di confidenzialità (*confidentiality agreement*<sup>63</sup>). In tal modo lo stato d'avanzamento della trattativa viene più chiaramente esplicitato, assieme con un inquadramento formale dell'operazione, senza però inoltrarsi prematuramente nella definizione di dettagli operativi. La lettera di confidenzialità ha il compito di puntualizzare ed illustrare alcune delle variabili maggiormente sensibili nel processo di acquisizione tra le quali:

- 1) *Gli accordi di standstill*: le parti s'impegnano a non intrattenere negoziazioni con terzi per un determinato periodo di tempo;
- 2) Problemi attinenti *l'insider trading*, il quale può rivelarsi particolarmente dannoso nel caso in cui la società *target* sia quotata in Borsa;

---

<sup>63</sup> Per maggiori dettagli: [http://www.investopedia.com/terms/c/confidentiality\\_agreement.asp](http://www.investopedia.com/terms/c/confidentiality_agreement.asp)

3) L'obbligo di esclusiva, ovvero l'obbligo del venditore di non procedere ad altre trattative per un periodo di tempo definito *a priori*.

Parte degli elementi appena elencati può essere argomentato all'interno della così detta *lettera di intenti*<sup>64</sup>, la quale in genere non è molto dettagliata, rappresentando una guida di massima per gestire con efficienza la negoziazione.

A titolo d'esempio, essa può indicare:

- Le parti contraenti;
- L'oggetto della transazione;
- Il prezzo d'acquisto;
- Le modalità di pagamento;
- Eventuali ulteriori modalità di compenso;
- Eventuale rilascio di garanzie sullo stato dell'azienda da parte del venditore, nonché una prima discussione sulla governante post-acquisizione.

Nel caso in cui sia il venditore a muoversi per primo, il più delle volte è l'*advisor* a ricevere un mandato di vendita per la cessione dell'impresa. Qualora la scansione delle iniziative da prendere sia ben delineata e non insorgano particolari problemi nel coniugare le aspettative e prospettive di *target* ed *acquirer*, il

---

<sup>64</sup> Definita, per esempio, dalla giurisprudenza italiana come un negozio giuridico "atipico", in quanto si tratta di un contratto non specificatamente disciplinato. Si può definire a tutti gli effetti come un documento precontrattuale, tendenzialmente non vincolante per le parti.

processo di M&A può avere una durata anche inferiore alle dieci/dodici mensilità.<sup>65</sup>

Vale ora la pena soffermarsi su quella che risulta essere forse la parte più consistente, in termini quantitativi e qualitativi, del processo d'acquisizione: parliamo della così detta *due diligence*<sup>66</sup>. Solitamente questa fase si dipana in una serie di indagini conoscitive necessarie per analizzare lo stato attuale dell'azienda oggetto d'interesse e le sue potenzialità future, nonché nell'identificazione di passività implicite e rischi potenziali utili, tra l'altro, per l'identificazione e la definizione delle garanzie contrattuali da stipulare in fase negoziale. Senza soffermarci troppo sui dettagli, elencheremo di seguito le aree di analisi del processo di *due diligence*:

- 1) Mercato e industriale: analisi dei prodotti, quote di mercato, posizionamento competitivo, processi industriali e costi di produzione, costi allocati alla ricerca e sviluppo..(etc).
- 2) Economico-finanziaria: verifica di dati gestionali e contabili, analisi delle attività, passività e redditività storiche e prospettiche, analisi di sensitività

---

<sup>65</sup> Di seguito gli stadi principali del processo, così come individuati in letteratura:

1. ricerca e selezione del potenziale acquirente;
2. primo contatto ed invio del *blind profile* al fine di sondare l'interesse per l'opportunità d'investimento proposta;
3. firma dell'accordo di riservatezza e consegna *information memorandum*;
4. discussione e conferma della lettera d'intenti;
5. pianificazione e svolgimento della *due diligence*;
6. negoziazione e firma del contratto di compravendita;
7. *closing*, ovvero il momento in cui viene perfezionato il passaggio di proprietà con la girata delle azioni o quote sociali.

<sup>66</sup> In termini generali si tratta di un'analisi di natura conoscitiva della società oggetto di un'operazione di M&A, commissionata da una delle parti e svolta da consulenti di sua fiducia (diversi dall'advisor).

del *business plan*, analisi del processo di generazione dei flussi di cassa e sostenibilità nel tempo..(etc).

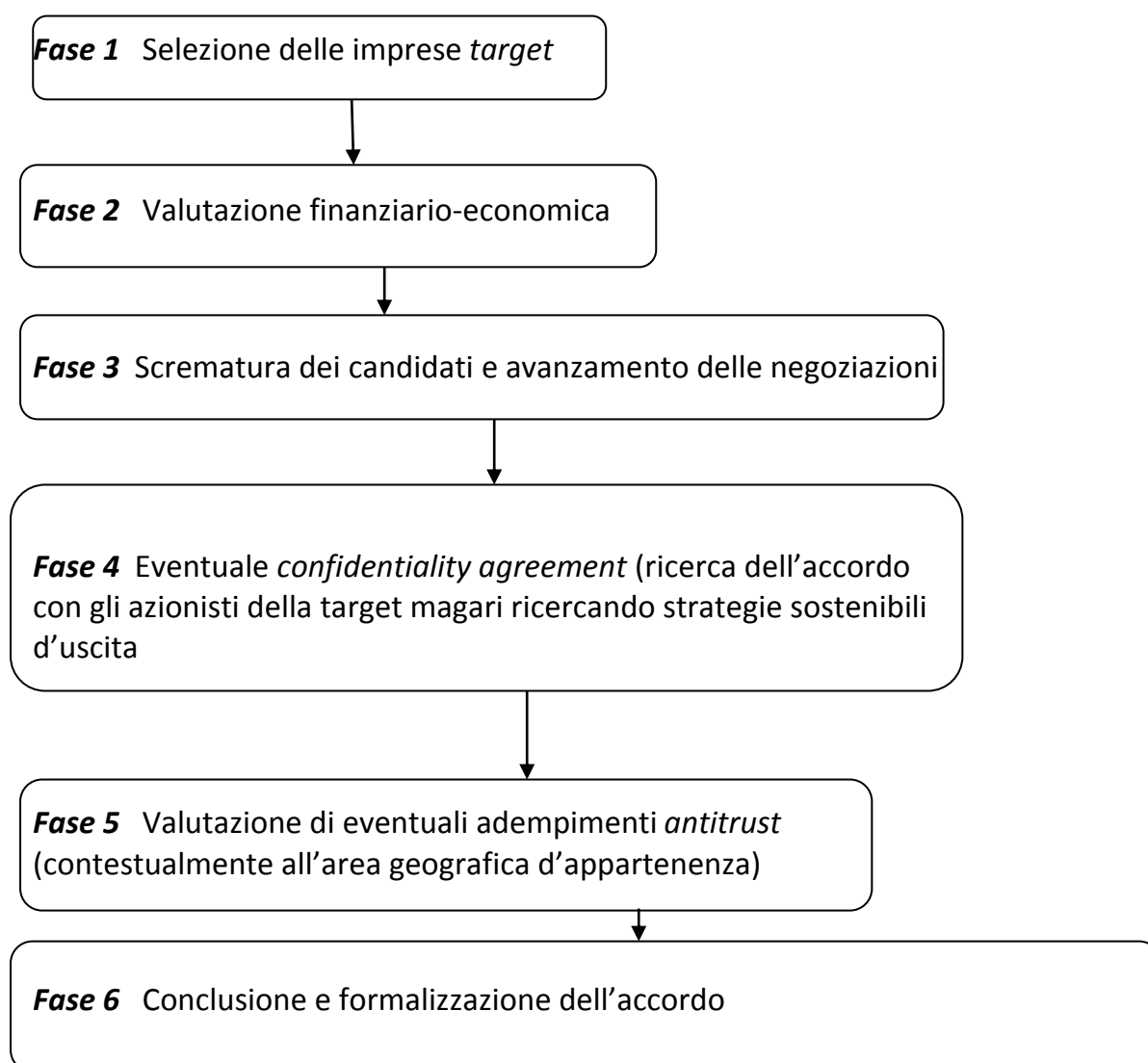
- 3) Legale: esame dei contratti e definizione delle annesse garanzie, analisi degli eventuali contenziosi in essere..(etc).
- 4) Fiscale: verifica della situazione fiscale, presenza di potenziali passività fiscali e analisi degli impatti fiscali dell'operazione di M&A;
- 5) Ambientale: analisi del rispetto della normativa in vigore, analisi delle procedure interne previste a norma di Legge..(etc).
- 6) Risorse umane: in particolare analisi degli aspetti giuslavoristici, organizzativi e relativi al personale impiegatizio;
- 7) sistema informativo aziendale: analisi relativa l'efficienza e l'efficacia del sistema informativo aziendale adoperato..(etc).

L'analisi realizzata tramite *due diligence* può dunque fornire una visione esaustiva ed approfondita sullo stato di salute di una specifica azienda, dare ausilio alle controparti nello svolgimento di una trattativa professionalmente valida e basata su dati e informazioni verificate oggettivamente. L'attività di *due diligence* è dunque finalizzata alla comprensione dell'effettiva desiderabilità dell'operazione di M&A in fase di realizzazione e in seconda istanza a capire se il prezzo offerto trovi effettivi riscontri nel *track record* storico e presente dell'azienda e se le prospettive di sviluppo solitamente incorporate nel *business plan* siano affidabili.



Di seguito uno schema esemplificativo riguardante le principali azioni intraprese in fase di negoziazione, partendo dalla selezione delle *targets* più interessanti fino ad arrivare alla conclusione e formalizzazione dell'accordo finale di acquisizione/fusione:

**Figura 5: le principali fasi negoziali di un M&A**



In fase di negoziazione uno degli *step* più rilevanti riguarda la determinazione del rapporto di cambio tra le azioni della *target* e quelle *dell'acquirer*. La formalizzazione e conclusione di questa fase rappresentano il prologo alla firma

conclusiva dell'accordo di acquisizione e fusione. Nel prossimo paragrafo parleremo in sintesi del rapporto di cambio. Infine illustreremo brevemente gli schemi di riferimento adoperati nella valutazione prospettica in termini economico-finanziari di un'azienda *target*, fornendo un quadro che speriamo possa fornire al lettore una visione d'insieme sui *drivers* fondamentali del processo d'acquisizione.

### **1.4.1 *Il calcolo del rapporto di cambio***

Da più parti si pone l'interrogativo di come calcolare il rapporto di cambio, in riferimento al numero e alla percentuale di quote da distribuire ai soci che partecipano alla entità creata a seguito di un'acquisizione o fusione. Solitamente il rapporto di cambio viene calcolato sulla base del capitale economico delle società partecipanti all'operazione. L'informazione finale da ottenere concerne non tanto il valore *stand-alone* delle aziende interessate, quanto il valore apportato da ciascuna azienda rispetto alle altre interessate. Uno dei criteri da rispettare fa riferimento all'omogeneità nella valutazione delle diverse imprese. L'istanza per l'omogeneità nella valutazione non deve però essere interpretata irrazionalmente e acriticamente, magari adoperando il medesimo metodo di valutazione per aziende con determinanti specifiche del valore nettamente differenti (ciò può ad esempio verificarsi nel caso di fusione tra un'impresa finanziaria ed una industriale). In sostanza occorre che il rapporto di cambio sia posto in contiguità con la storia aziendale, senza affidarsi esclusivamente a stime e previsioni soggettive. Perciò, se pur l'uso di previsioni orientate al futuro sia talvolta un mezzo valido

d'indagine, sarebbe opportuno adoperare più metodi al fine di fornire un indicazione di natura patrimoniale, assegnando valori specifici alle singole componenti attive e passive del capitale (si pensi ad esempio all'uso di un metodo misto che preveda la rilevazione autonoma del *goodwill*). Inoltre, anche laddove le aziende fuse conservino una sostanziale autonomia gestionale, l'accentramento inevitabile di alcune funzioni e il necessario coordinamento nell'ambito dei piani aziendali globalmente concepiti, andrebbe ad innescare reciproci condizionamenti su risultati ed attività. Occorrerebbe dunque, nell'ambito del sistema produttivo della nuova entità, riuscire a distinguere il concorso di ciascun partecipante alla determinazione delle politiche aziendali nonché alla implementazione di sinergie operative riuscendo ad individuare quanta parte del valore aggiunto patrimoniale e dei futuri *free cash flows* sono attribuibili alle ciascuna entità.

Spesso la soluzione di compromesso adottata consiste nel calcolare l'apporto di ciascuna entità ipotizzando la continuità del loro connotarsi come entità autonome. Una certa ponderazione del maggiore o minore contributo che si ritiene ciascuna di esse possa offrire singolarmente può allora condizionare la scelta verso metodi di valutazione che valorizzino e pongano in risalto le diverse componenti strategiche aggiunte come valore nella fusione da ciascun soggetto partecipante.<sup>67</sup>

Da quanto detto emerge come il rapporto di cambio sia non solo espressione del valore economico delle singole aziende ma rifletta altri fattori di natura

---

<sup>67</sup> Bianchi L., *Il giudizio di Congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il sole 24 Ore, 2002.

economica (azienda quotata o non quotata, politica dei dividendi adottata, costi/ricavi straordinari, operatività in titoli etc.) sia di natura diversa (potere contrattuale, esigenza di tempi celeri per la conclusione dell'accordo etc.).

In questo contesto può rivalutarsi la figura del consulente esterno<sup>68</sup>, delle società di revisione, in sostanza di tutte quelle parti terze ed indipendenti che offrono valutazioni professionali, potendo per tal via concorrere a determinare un adeguato rapporto di cambio.

## ***2.5 Il metodo di contabilizzazione***

Ai fini della registrazione di un'operazione di M&A le opzioni attengono all'uso del così detto purchase method, piuttosto che del metodo del pooling of interest.

La stessa transazione contabilizzata mediante il *purchase method* risulterà in guadagni ridotti rispetto a quanto avviene con l'uso del metodo del *pooling of interest*<sup>69</sup>.

---

<sup>68</sup> La figura dell'advisor risponderà anche all'esigenza di selezionare la giusta target a cui proporre una trattativa d'acquisizione. Notevoli sono i vantaggi che si possono desumere da una ricerca supportata da un advisor:

- possibilità di muoversi con maggiore autonomia sfruttando conoscenze e network disponibile;
- possibilità di usufruire di relazioni privilegiate con specifici interlocutori;
- ampliamento del bacino di ricerca;
- analitica documentazione di sintesi sulle più importanti informazioni relative la target;
- possibilità di ottenere informazioni sul settore, corredate da commenti ed interpretazioni sulle recenti transazioni realizzate dalla controparte.

<sup>69</sup> Il pooling of interest consente alle imprese interessate in un'operazione di fusione o acquisizione di unire lo Stato Patrimoniale riferito ad ogni entità in un unico documento. Si tratta di uno dei metodi adottati allorquando si effettua un'operazione di aggregazione aziendale, e quindi dei relativi assets. L'alternativa è

Il *purchase method* d'altronde incrementa in deprezzamento, il costo dei beni venduti e le spese per avviamento susseguenti il *takeover*. Nell'anno in cui si realizza la fusione, i guadagni risultanti dall'uso del *purchase method* sono usualmente modesti, soprattutto a causa del consolidamento degli utili della *target* con quelli dell'*acquirer* per un periodo di tempo più breve rispetto a quanto avviene con il metodo del *pooling of interest* (Haley, Palepu, Ruback 1992). Gli utili registrati con il *purchase method* sono frutto del differente approccio contabile adoperato, piuttosto che di differenze sostanziali relativamente alla performance della nuova entità. Inoltre il valore nominale degli *assets* (*book asset value*) dopo la fusione, sarà più alto adoperando il *purchase method* rispetto a quanto avviene con il *pooling of interest*, poiché in vigenza del *purchase method* assistiamo alla cancellazione degli *assets* dal bilancio dell'acquisita e al loro assorbimento, al *fair value*<sup>70</sup>, tra gli *assets* di proprietà dell'acquirente.

Laddove la compensazione del *management* sia basata per buona parte sul successo dell'operazione di M&A, nonché sulla performance di mercato della

---

rappresentata dal *purchase method*, il quale consente all'impresa acquirente di riconoscere nel proprio bilancio gli *assets* dell'acquisita valutandoli però al *fair value* di mercato. Una delle differenze importanti tra i due metodi risiede nella possibilità, qualora si adoperi il *pooling of interest*, di valutare gli *assets* al valore contabile (*book value*) piuttosto che al valore di mercato. Ciò consente di non contabilizzare l'avviamento, un valore immateriale legato a fattori reputazionali quali, per esempio, le relazioni con gli *stakeholders* e la capacità distintiva di un brand.

<sup>70</sup> La definizione del concetto di *fair value* trova una delle sue fonti più autorevoli nei principi contabili internazionali IAS/IFRS, che lo qualificano come «il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti». S'individuano, quindi, nel concetto gli elementi fondamentali del consenso e della consapevolezza delle parti, nonché quello della piena libertà della contrattazione, cioè la mancanza di vincoli che obblighino o forzino i soggetti a concludere l'operazione

nuova entità, lo stesso potrebbe preferire trattamenti contabili che vadano ad incrementare i flussi di cassa disponibili per l'azienda. I *managers* la cui compensazione è direttamente collegata alla performance aziendale preferiranno evitare, qualora possibile, l'ammortamento dell'avviamento (*Huang, Walkling*<sup>71</sup> 1987).

Abbiamo dunque analizzato il processo partendo dal concepimento dell'idea, passando per la fase di selezione della *target* e studiando le tecniche valutative adoperate dalle aziende propedeutiche al processo di compravendita, sia contestualmente all'attuazione della *due diligence*. Abbiamo infine descritto brevemente le diverse modalità di contabilizzazione di una compravendita tra aziende.

Prima di inoltrarci nell'analisi del processo integrativo, andiamo a considerare brevemente i motivi per i quali il prezzo di vendita ed il valore intrinseco di un'azienda possono significativamente differire.

- *Il prezzo di vendita ed il valore intrinseco dell'azienda possono differire significativamente?*

Se non esistessero asimmetrie informative ed imperfezioni nel Mercato ed in riferimento alle aspettative degli operatori in esso operanti, il valore di un'impresa

---

<sup>71</sup> Huang, Walkling *Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements: Payment, Acquisition Form, and Managerial Resistance*, Journal of Financial Economics Vol.19, pp.329-349, 1987

finirebbe per combaciare con il suo prezzo di mercato. Ciò succede di rado, ad esempio considerando i seguenti due fattori:

2. I soggetti interessati all'acquisto di un'azienda si basano su stime differenti dei flussi di cassa, della rischiosità aziendale, perlopiù in considerazione delle diverse assunzioni e base informativa a disposizione;
3. Coloro che sono interessati all'acquisto tengono conto di una serie di elementi correlati che trascendono la mera valutazione del valore stand-alone riferito alla target d'interesse.

D'altronde le motivazioni che stimolano un operazione di M&A sono molteplici e divergenti, anche in riferimento al tipo di acquirente a seconda dei casi coinvolto nel processo. Nel caso in cui si tratti del così detto *strategic buyer* (acquirente industriale l'acquisto sarà probabilmente motivato dai seguenti fattori:

1. Realizzazione di economie di scala;
2. Allargamento delle quote di Mercato;
3. Integrazione orizzontale/verticale;
4. Riduzione dei *sunk costs* e delle inefficienze;
5. Realizzazione di sinergie (anche commerciali).

Al contrario la logica del *financial buyer* (acquirente finanziario) sarà perlopiù mirata alla realizzazione di una rapida crescita di valore. Quest'ultima può essere realizzata, ad esempio, nei seguenti modi:

1. Ottimizzando la struttura finanziaria della *target* acquisita;
2. Acquisendo in sequenza aziende concorrenti (strategia del *buy-and-build*);
3. Supportando il *management* dell'acquisita, rifornendola di competenze e risorse precedentemente non disponibili;
4. Scegliendo la modalità più opportuna ai fini del disinvestimento (così detta *way out*).

- *Come viene stabilito il prezzo di vendita finale?*

Basandosi su quanto esposto pocanzi, rileviamo come nelle maggior parte dei casi il prezzo di vendita finale vada a collocarsi in un intervallo compreso tra il valore *stand-alone* dell'impresa ed il valore dato dalla somma dell'entità *stand-alone* e del valore dei benefici e delle sinergie ottenute dall'acquirente.

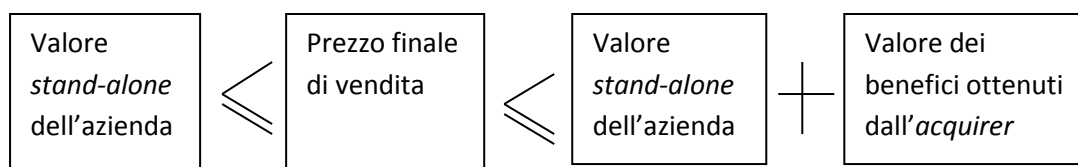


Figura 6: il prezzo di vendita, in sintesi

Saranno fattori quali il potere contrattuale vantato dalle parti nell'ambito della contrattazione a determinare l'esatto posizionamento del prezzo di vendita finale.

Una volta trovato l'accordo in fase di negoziazione e dopo aver stipulato il relativo contratto di compravendita l'azienda acquirente deve decidere la modalità di contabilizzazione della relativa operazione. Vale la pena allora soffermarci brevemente su tale tematica, prima di andare ad analizzare più a fondo la tematica relativa l'integrazione fra le strutture.



Valutate in grandi linee le procedure di valutazione, di negoziazione, il rapporto di cambio, la modalità di contabilizzazione e fatta una dovuta chiosa sul prezzo di vendita finale, andiamo ora ad analizzare più a fondo il districarsi del processo integrativo successivo alla stipula del contratto di acquisizione o fusione.

L'analisi del processo d'integrazione, unitamente alla rilevazione delle sue intrinseche criticità, ci consentirà di argomentare consapevolmente riguardo la performance operativa evidenziata dalle nuove entità formatesi a seguito di un M&A. Saranno dunque la qualità e la tempistica del processo integrativo a porre le basi per la realizzazione di performance operative soddisfacenti negli anni successivi l'acquisizione.

## ***2.6 Il processo d'integrazione (rilevanza strategica)***

La fase d'integrazione ha caratteristiche peculiari che la circoscrivono inequivocabilmente rispetto alle precedenti. Parte della letteratura ipotizza la necessità di valutare *ex ante* (nella fase di progettazione preventiva dell'M&A) le risorse necessarie al completamento del processo, la compatibilità degli assetti organizzativi, nonché la ricerca e selezione delle specifiche competenze necessarie per realizzare il progetto di fusione.<sup>72</sup>

---

<sup>72</sup> M.J.NEEDHAM, A.M.ROUSE, G.COLOMBO, in M.L. ROCK (a cura di), *Fusioni e acquisizioni. Aspetti strategici, finanziari, organizzativi*, Milano, McGraw-Hill, 1990;

L'integrazione può rappresentare un catalizzatore per il cambiamento, da perseguire secondo una logica dell'*immediate change opportunity*.<sup>73</sup> Il Mercato stesso risulta essere storicamente molto reattivo agli annunci, prima che alla realizzazione, delle operazioni di M&A. Si riscontra il più delle volte un aumento dei valori di Borsa delle società operanti un'acquisizione o fusione: ciò è spesso correlato alla previsione fatta dal Mercato di un netto e prevedibile miglioramento delle *performances*, soprattutto in riferimento al concepimento di nuove opportunità e strategie, altrimenti non perseguibili non sottostando all'unione delle forze di due o più compagini aziendali.

Ulteriore criticità da affrontare in fase d'integrazione concerne la creazione di valore per gli azionisti, cioè nel pensare al miglior modo per valorizzare e rendere più competitivi gli *assets* aziendali.<sup>74</sup> *Birkinshaw et al. (2000)*<sup>75</sup>, in uno studio su tre multinazionali svedesi che operano processi d'acquisizione *cross border*, si domandano:

1. *Quali azioni siano intraprese per gestire il processo d'integrazione e quale sia l'impatto sulla realizzazione di sinergie operative;*
2. *Quali azioni siano intraprese per gestire il processo d'integrazione delle risorse umane<sup>76</sup> e quale sia il loro impatto sul benessere e soddisfacimento del personale impiegatizio;*

---

<sup>73</sup> Si veda M.Zollo, J.Reuer, *Esperience Spillovers Accross Corporate Development Activities*

<sup>74</sup> G.E.Osculati, «Strapagare è pericoloso», *Milano Finanza*, 30 ottobre 1999

<sup>75</sup> Birkinshaw, Bresman, Hakanson *Managing the post acquisition process: how the human integration and task integration processes interact to foster value creation*, *Journal of management studies* 37:3 May 2000

<sup>76</sup> Possiamo individuare diverse aree attinenti la gestione del personale, tra le quali:

- la gestione dell'organico, la valutazione delle prestazioni, lo sviluppo e la formazione;

3. *A quale livello e in che misura l'integrazione delle funzioni ed il processo d'integrazione delle risorse umane condizionino l'outcome e le sinergie realizzate a seguito dell'acquisizione.*

Lo studio conferma l'effetto negativo giocato da fattori inizialmente non prevedibili e dai contrasti verificatisi durante la fase negoziale, soprattutto in riferimento all'assetto aziendale esperibile successivamente l'integrazione (processo che, come accennato nella trattazione, dovrebbe durare in media più di 2/3 anni). Inoltre, un blando livello d'integrazione sembra possa minare la fiducia di quanti, *management* e personale impiegatizio, basano le loro aspettative lavorative sulla continuità delle aziende in fase di fusione/acquisizione. Per quanto concerne il livello d'integrazione del capitale umano, solo due delle tre aziende analizzate riescono ad ottenere una totale integrazione dopo ben 6 o 7 anni dall'operazione di M&A. Indicativo quanto affermato da uno dei *managers* interessati alle incorporazioni di cui sopra: "le persone (nella *target*) si aspettano di ricevere alti livelli di rassicurazione riguardo il loro futuro, ipotizzando che l'operazione di M&A assicuri di per sé e ragionevolmente un miglioramento del contesto aziendale globalmente considerato". Infine la relazione tra il livello d'integrazione delle funzioni aziendali ed il successo di un M&A viene mediato e condizionato sostanzialmente dal livello d'integrazione delle risorse umane: un livello molto basso d'integrazione del personale nella nuova entità andrà a limitare

- 
- il trattamento economico;
  - il reclutamento e la selezione, la gestione dei ruoli e la loro cessazione.

Gli ultimi due punti catalogabili all'interno della più generale gestione amministrativa.

l'effettività delle *tasks* intraprese come *drivers* fondamentali per la realizzazione di una sana integrazione delle strutture.

Uno studio molto interessante sulle modalità di gestione, e le relative conseguenze, del processo integrativo vi è *Zollo e Leshchinski*<sup>77</sup> nella quale si adoperano dati finanziari, contabili e questionari per investigare la performance post acquisizione di 47 banche statunitensi che eseguono un totale di 579 operazioni di M&A tra il 1964 e il 1996. L'obiettivo degli autori è ricercare i fattori che spiegano la varianza nella distribuzione delle performance successive l'acquisizione, nonché testare se i Mercati sono in grado di prevedere ed incorporare efficacemente l'informazione pubblica in fase di acquisizione; informazione che andrà a riflettersi sulla quotazioni delle azioni dell'acquirente durante la fase di negoziazione. Il modello testato include misure relative le decisioni endogene all'organizzazione, quali il grado d'integrazione della *target* nella struttura della *bidder*, le politiche in termini di rimpiazzo del *top management* e la capacità della *bidder* d'influenzare il processo d'integrazione. I risultati confermano come l'esperienza pregressa in operazioni di M&A da parte dell'acquirente non influenzi significativamente e non migliori la *performance* post acquisizione, sebbene il grado al quale gli acquirenti articolano e codificano la loro esperienza passata (in strumenti *ad hoc* per la felice conclusione delle contrattazioni) può giocare un ruolo rilevante ai fini del successo dell'operazione. Inoltre, secondo gli Autori, un alto livello d'integrazione della *target* nell'organizzazione dell'acquirente aiuta a migliorare la performance di lungo

---

<sup>77</sup> Si veda Zollo, Leshchinskii *Can firms learn to acquire? Do market notice?* INSEAD, blvd. De Constance, Fointainbleu 77305, France

termine, mentre il rimpiazzo del *top management* finisce per peggiorarla. I Mercati finanziari non sembrano essere sensibili ad ognuno degli indicatori di performance elencati da *Zollo e Leshchinskii*, quanto meno nelle loro reazioni di breve termine. Al contrario gli aggiustamenti di lungo termine sono notevolmente condizionati dalle strategie d'integrazione adottate e dalla conoscenza di meccanismi di codificazione, in linea con la variazione dei ritorni contabili

L'integrazione nella fase successiva l'acquisizione spesso si compendia nel ricercare un difficile allineamento degli incentivi e nella creazione di canali di comunicazione ed interazione tra *target* ed *acquirer*. Eventualmente l'obiettivo è creare una cultura condivisa, così che *target* ed acquirente diventino, in sostanza, un'unica, unitaria organizzazione (*Haspeslag, Jemison (1991)*)<sup>78</sup>. Andando ad accrescere il livello d'integrazione ed organizzando con razionalità le strutture ed i processi nuova entità, dovrebbe contestualmente aumentare anche la probabilità che nuovi prodotti vengano concepiti e commercializzati negli anni a venire. I benefici derivanti da una maggiore integrazione logistico-organizzativa, nonché da una migliore gestione dei flussi di conoscenza interni all'azienda, aumentano nel tempo, in virtù del crescere contemporaneo di una cultura condivisa e di metodi di comunicazione efficienti tra personale tecnico di *target* ed *acquirer* (*Puranam, Singh, Zollo (2003)*)<sup>79</sup>.

Già *Singh e Zollo*<sup>80</sup> (2004) rilevarono l'effetto positivo sulla *performance* della nuova entità giocato da una buona integrazione delle strutture; gli Autori

---

<sup>78</sup> Haspeslagh, P. and Jemison, D. (1991) *Managing Acquisitions*. Free Press, New York

<sup>79</sup> Si veda la nota n.3

<sup>80</sup> Si veda la nota n. 39

affermano come ad ogni livello d'integrazione implementato corrisponda sia un corrispondente grado ottimale di sviluppo di strumenti *ad hoc*. Qualunque acquirente, laddove desideri raggiungere soddisfacenti livelli d'integrazione, dovrà essere certo di poter sviluppare i mezzi necessari per poter gestire efficacemente il processo.

Nell'analisi sviluppata da *Puranam et al.* (2003) i risultati confermano che in presenza di un approccio ad alta integrazione il lancio del primo prodotto, successivo al completamento del *deal* tra le parti, viene tendenzialmente dilazionato nel tempo e può nel più estremo dei casi non avvenire prima di innumerevoli anni, soprattutto laddove la capacità produttiva e le strutture della *target* vengano sostanzialmente smantellate a seguito della fusione/acquisizione. Nel campione analizzato di 207 acquisizioni, 105 portano ad una totale integrazione della struttura dell'acquirente con quella della *target*. Di queste, solo 26 (il 24,7%) emettono nuovi prodotti sul mercato nella fase successiva il *deal*. Al contrario, delle 102 che coinvolgono livelli d'integrazione minimale, 47 (il 46%) comportano la realizzazione di almeno un prodotto successivamente all'acquisizione. Gli Autori individuano un tasso di rischio (*hazard rate*) il quale incorpora non solo il numero, ma anche il timing nel lancio successivo di prodotti; ebbene il modello statistico implementato suggerisce che un approccio ad 'integrazione moderata' va a diminuire il *time to market* del primo prodotto emesso di circa la metà.

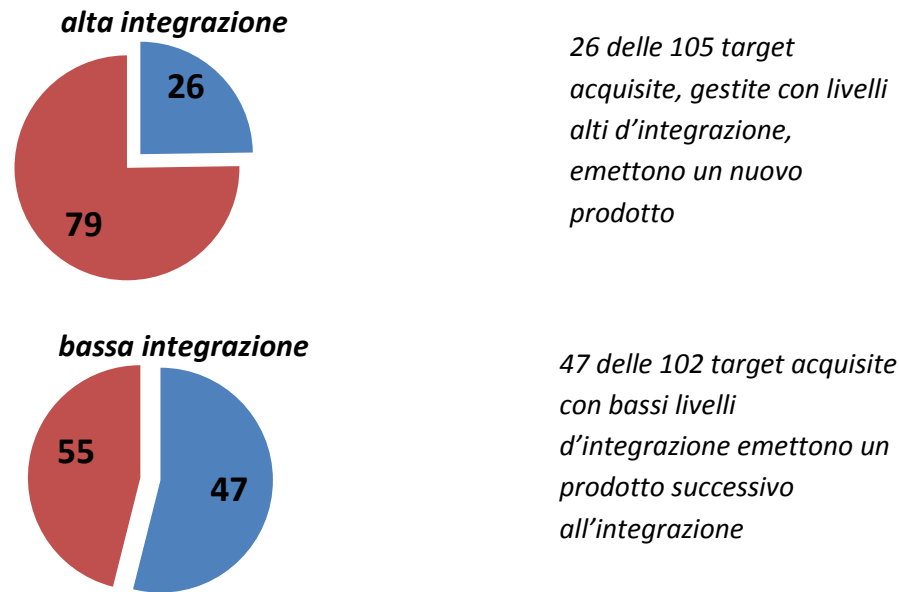
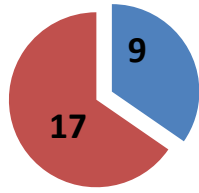


Figura 7: successo nel lancio del primo prodotto dopo l'acquisizione (adattamento da Puranam et al. (2003))

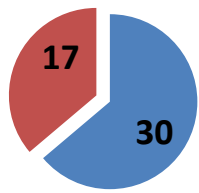
La situazione si modifica quando si analizza il lancio di un prodotto successivo l'acquisizione, condizionale al lancio di un primo. Delle 73 *target* che lanciano almeno un prodotto, 26 (il 35%) sono sottoposte ad un alto livello d'integrazione; inoltre 17 di queste 26 *target* (i 2/3) generano almeno un prodotto successivo l'integrazione. Al contrario, delle 47 *target* che beneficiano di un basso livello d'integrazione, solo 17 (meno del 36%) generano uno o più prodotti susseguenti. In termini di tasso di rischio, i risultati confermano che un approccio ad alta integrazione velocizza il *time to market* di nuovi prodotti di circa due volte e mezzo rispetto all'approccio a bassa integrazione. Con un basso livello d'integrazione, dunque, il lancio del primo prodotto prende piede relativamente presto a seguito dell'acquisizione, ma i prodotti successivi al primo sarebbero rari o comunque sarebbero caratterizzati da un *time to market* maggiormente diluito.

**alta integrazione**



*17 delle 26 target che hanno successo nel lancio del primo prodotto, emettono anche uno o più prodotti successivi*

**bassa integrazione**



*17 delle 47 target che hanno successo nel lanciare un primo prodotto, emettono anche uno o più prodotti successivi*

Figura 8: successo nel lancio di prodotti successivi al primo (adattamento da Puranam et al. (2004))

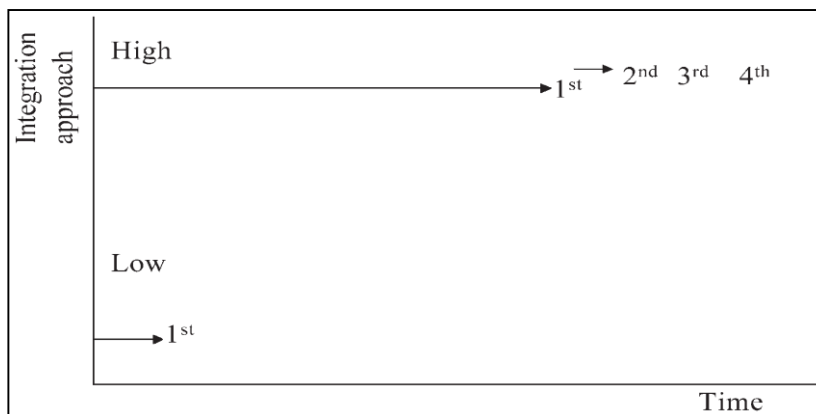


Figura 9: time to market per il primo prodotto e per i successivi (adattamento da Puranam et al. (2004))

In una ricerca condotta da Deloitte nel 2015 si chiede a più di ottocento *executives* cosa, a loro parere, determini il successo od il fallimento degli accordi di M&A e quali azioni le imprese possano mettere in atto durante il periodo dell'integrazione per aumentare la probabilità di successo dell'operazione



complessivamente considerata. Il 74% degli intervistati afferma l'importanza della presenza di una base strategica, dettata formalmente, per l'integrazione. Alla domanda su come reputino il processo d'integrazione (anche in corso) il 67,2% lo giudica positivamente. Alla domanda sul tempo necessario alla realizzazione delle sinergie programmate, il 42,9% degli intervistati si attesta su sei mesi o meno, mentre il 30,8% ritiene necessario un lasso tra i sette ed i dodici mesi ed infine solo il 2,7% suggerisce una tempistica maggiore dei ventiquattro mesi. Quasi un quinto (il 18%) delle imprese riporta un dato non sufficiente sulle sinergie raggiunte, mentre il 29% sembra aver oltrepassato gli obiettivi inizialmente programmati. La ricerca indaga sulle tre aree che gli *executives* reputano essere più importanti nella fase d'integrazione post M&A: il 15% reputa necessario velocizzare le varie fasi in cui si articola il processo, il 14% propende per l'implementazione di un processo a stadi ben definiti, il 14% punta sul miglioramento delle strategie di comunicazione interne alla nuova entità. Inoltre il 49% del campione individua in una transizione graduale la principale causa del successo di un M&A, mentre il 63% individua come causa ricorrente di fallimento le difficoltà nella transizione, magari unite a sfide non prevedibili inizialmente. Per ciò che concerne le differenze culturali magari presenti fra le due organizzazioni, il 76% degli intervistati esalta l'importanza, in fase d'integrazione, di allineare le diverse componenti verso un'operatività il più possibile conforme, mentre il 30% non reputa fondamentale porre l'accento sulle componenti culturali di cui sopra. Infine si noti come buona parte dei risparmi derivanti dalle sinergie programmate, magari superiori ad i relativi costi

d'integrazione, spesso dipendano dalla realizzazione di sistemi IT (*informative systems*) ben integrati.

La ricerca condotta da Deloitte esalta il vantaggio derivante dal seguire un approccio standardizzato e ripetibile per l'integrazione post acquisizione. Infine quando i *managers* illustrano al resto della compagine aziendale i motivi alla base di un'unione, o di un'acquisizione, devo essere in grado di anticipare gli effetti dell'avvenimento sulla clientela così come le implicazioni concernenti la fiducia delle varie componenti interne all'azienda.

	Insourcing	Outsourcing	Servizi condivisi	Altro (specificare)	Non so/Non sicuro	Nessun cambiamento
Finance/ Accounting	40.9%	9.1%	31.8%	0.0%	1.4%	16.6%
Risorse umane	40.4%	13.0%	29.3%	0.0%	1.0%	16.3%
Information Technology (IT)	35.8%	16.1%	31.7%	0.0%	1.5%	14.9%
Legale	28.8%	23.6%	27.4%	0.0%	3.3%	17.0%
Manufattura	32.0%	15.8%	24.3%	0.0%	4.6%	23.3%
Vendite e Marketing	38.5%	13.5%	28.6%	0.0%	2.2%	17.1%
Tasse	33.9%	16.3%	27.6%	0.0%	4.1%	18.2%
Operations/Supply Chain	35.1%	13.4%	32.5%	0.0%	2.1%	17.0%

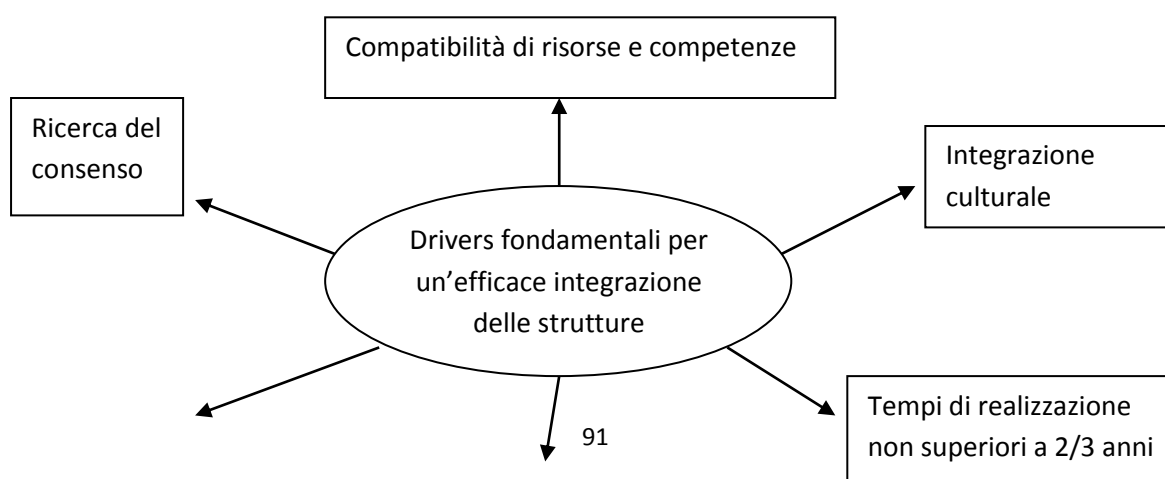
**Tabella 5: fattori che emergono come rilevanti ai fini del raggiungimento di un'integrazione di successo (adattamento da Deloitte *Integration report 2015, putting the pieces together*)**

	Più importante	Secondo più	Terzo per importanza
Avere il supporto della leadership	16.3%	10.8%	6.6%

Coinvolgere il management di entrambi (target e acquirer)	14.6%	15.1%	13.8%
Sviluppare un piano di progetto appropriato, ottimizzare l'utilizzo delle risorse, budget e timing	13.8%	11.5%	15.1%
Dare compiti a teams preparati al processo d'integrazione	12.6%	14.4%	10.5%
Comunicare tempestivamente e coerentemente con gli impiegati	10.2%	14.8%	14.8%
Raggiungere od eccedere i targets per le sinergie	9.7%	8.0%	5.7%
Far riferimento alle diverse culture aziendali e cercare un funzionale punto d'incontro	9.1%	8.8%	12.6%
Allocare risorse adeguate ai fini dell'integrazione	5.4%	7.8%	9.1%
Implementare una struttura di governance con un comitato di controllo e/o IMO (Integration Management Office)	4.2%	6.0%	6.4%
Usufruire dei servizi di un'agenzia esterna di consulenza	3.9%	2.4%	4.0%
Altro (da specificare)	0.2%	0.0%	0.1%

**Tabella 6: idee sul riassetto del modello operativo della nuova entità, priorità emerse dall'intervista (adattamento da Deloitte *Integration report 2015, putting the pieces together*)**

Lo schema proposto di seguito vuole riassumere quelle che sono le principali leve su cui agire per creare valore nella fase successiva l'acquisizione. Il modello proposto di seguito parte dal presupposto che l'approccio da seguire nel processo d'integrazione delle strutture debba essere essenzialmente basato su variabili di natura organizzativa:



Integrazione delle  
*tasks* e delle *human*  
*resources*

Management  
turnover

Abbiamo dunque analizzato il processo di M&A nelle sue determinanti fondamentali, fornendo una visione d'insieme di quelle che storicamente e secondo la letteratura sono state le procedure adoperate ai fini della concretizzazione di un accordo di acquisizione o fusione. Lo schema proposto di seguito sintetizza le macrofasi, nonché le risorse coinvolte ed i fattori critici relativi un'operazione di M&A:

<b>Macrofasi</b>	<b>Fattori critici</b>	<b>Risorse coinvolte</b>
<i>Fase 1: Analisi e valutazione preventiva (livello strategico)</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Capacità di visione strategica</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Management interno dell'acquirente</li></ul>
<i>Fase 2: Negoziazione e Closing</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Forza contrattuale</li><li>• Capacità negoziali</li><li>• Livello del prezzo</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Esterni: in genere consulenti e professionisti</li></ul>
<i>Fase 3: Integrazione ex post</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Capacità organizzative</li><li>• Leadership</li><li>• Cultura prevalente</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Management di ambedue le società</li></ul>

Tabella 7: gli stadi fondamentali nel processo di M&A

Alla luce di quanto esposto nel capitolo di cui sopra, siamo ora pronti per indagare i fattori e le criticità ascrivibili alla realizzazione, nonché al calcolo, della

performance operativa successiva l'integrazione fra le strutture. Il prossimo capitolo, il terzo, ci fornirà dunque una base concettuale e tecnica per apprezzare consapevolmente i risultati raggiunti sul campione d'analisi di imprese dell'area euro (periodo 2007-2012), conclusione e reale concretizzazione del progetto di tesi.

### ***3 Misure di performance ed evidenza empirica nella fase successiva l'integrazione***

L'analisi si focalizzerà nella prima parte sulla gestione della fase post integrazione, andando a guardare anche ad i risultati ottenuti in letteratura (soprattutto in riferimento alle imprese europee), mentre nella seconda parte del presente capitolo valuteremo le principali metodologie adoperate per il calcolo della *performance* operativa post acquisizione, anche qui andando a guardare alle principali metodologie adoperate in letteratura.

Negli ultimi vent'anni le operazioni di M&A che hanno coinvolto le imprese dell'area Euro hanno dimostrato un trend in decisa crescita. Nonostante i crescenti contributi provenienti da innumerevoli studi sul tema, la ricerca empirica riguardante l'attività di M&A è stata limitata alle imprese della Gran Bretagna e degli Stati Uniti, mentre sono poche le ricerche che studiano la variazione nella performance operativa di *target* ed *acquirer*. Nel capitolo 4 investigheremo se ed in che misura le imprese dell'area Euro hanno visto miglioramenti nella profittabilità e nei margini operativi susseguentemente ad un'operazione di M&A.

Per ora ci soffermiamo sull'evidenza empirica riguardante le imprese europee, così come registrata in letteratura. Da annotare come nel contesto europeo siano in numero al quanto ridotto gli studi sul tema.<sup>81</sup> Inoltre, anche per il mercato statunitense gli studi riguardanti il miglioramento nella *performance* operativa post acquisizione sono piuttosto limitati e portano a conclusioni contraddittorie. Laddove alcuni studi documentano un miglioramento significativo successivamente all'acquisizione (*Healy et al.*, 1992<sup>82</sup>; *Heron e Lie*, 2002; *Rahman e Limmack*, 2004), altri rilevano un declino significativo nella medesima performance (*Kruse et al.*, 2002; *Yeh e Hoshino*, 2001; *Clark e Ofek*, 1994). Esiste inoltre un vasto filone di studi il quale documenta il cambiamento non significativo nella *performance* operativa di cui sopra (*Ghosh*, 2001; *Moeller e Shlingemann*, 2004; *Sharma ed Ho*, 2002). Gli studi più recenti sul Mercato statunitense, allorché adoperano tecniche di misurazione più sofisticate, portano comunque ad affermare un cambiamento nella profittabilità di *bidder* e *target* insignificante in termini statistici (*Ghosh* 2001) o significativamente positivo (*Linn e Switzer* 2001). Le conclusioni raggiunte da lavori riguardanti il mercato anglosassone sono maggiormente contraddittorie, laddove *Dickerson et al.* (1997) registrano un declino significativo nella performance mentre *Powell e Stark* (2005) rilevano una crescita significativa. In concordanza con gli studi sul contesto britannico, anche analisi svolte sul mercato asiatico conducono a risultati

---

<sup>81</sup> Ci si riferisce a: Mueller, *The determinants and effects of mergers: an International comparison*. Cambridge, Mas, 1980 e Gugler, Mueller, Yurtoglu, Zulehner, *The effects of mergers: an international comparison*. International Journal of industrial organization 21, 625 – 653.

<sup>82</sup> Gli autori citati in questo paragrafo sono stati per la maggior parte già citati precedentemente nella trattazione, si rimanda perciò alle note di competenza.

contradditori: ricerche empiriche suggeriscono che l'operazione di M&A che interessano il Mercato del Giappone causano una diminuzione nella performance operative post acquisizione delle aziende fuse (*Yeh e Hoshino*<sup>83</sup>(2001)), mentre operazioni svolte in Malesia sono in letteratura associate con un miglioramento nella *performance* operativa (*Rahman e Limmack*<sup>84</sup> (2004)). Interessante è anche il contributo di *Sharma e Ho* (2002), i quali documentano cambiamenti non significativi nei parametri di profittabilità per le aziende australiane. Per l'Europa continentale (*Gugler, Mueller, Yurtoglu e Zulenher* (2003)<sup>85</sup>) documentano un declino significativo nelle vendite successive all'acquisizione, da associare però a un miglioramento non significativo nei principali parametri di profitto.

Uno degli articoli più completi nello studio del contesto europeo va ad indagare la profittabilità di lungo termine di 155 acquisizioni completate tra il 1997 e il 2001.<sup>86</sup> Gli Autori rilevano un decremento significativo nella *performance* operativa dell'entità combinata a seguito dell'acquisizione. Questo decremento diventa non significativo dopo che gli Autori normalizzano le misure di *performance* relativamente alla mediana dell'Industria di riferimento, al *size* e alla *performance* precedente l'evento. Ciò ci suggerisce come questo decremento

---

<sup>83</sup> Yeh, T.M. and Hoshino, Y. (2002). *Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers*. *Japan and the World Economy* 14, 347-366.

<sup>84</sup> Rahman, R.A. and Limmack, R.J. (2004). *Corporate acquisitions and the operating performance of Malaysian companies*. *Journal of Business Finance & Accounting* 31, 359-400.

<sup>85</sup> Gugler, Mueller, Yurtoglu e Zulenher: *The determinants of merger waves*, University of Vienna, department of Economics, 72, A-1210

<sup>86</sup> Martynova, Oosting, Rrenneboog: *The long term operating performance of European mergers and acquisitions*, Finance Working Paper, no. 137/2006.

possa essere causato da cambiamenti nel contesto macro economico non correlati con l'acquisizione. Inoltre gli Autori rilevano come le conclusioni riguardanti i cambiamenti nella profittabilità post acquisizione dipendano criticamente dal modello adoperato per la stima dei suddetti cambiamenti.

Assunto il quadro generale, che conferma la volatilità dei risultati ottenuti dall'analisi della performance operativa post M&A, andiamo ora a guardare più da vicino alle variabili che possono teoricamente condizionare l'esito di un'operazione di acquisizione o fusione.

### ***3.1 Risultati della letteratura sulle principali determinanti della performance operativa successiva l'M&A***

Guardiamo dunque ad i fattori, come individuati in buona parte della letteratura, che condizionano e quindi possono agire da propulsore od inibitore per la riuscita di un'operazione di aggregazione aziendale. Analizzeremo variabili critiche quali la decisione riguardante il come finanziare l'operazione, la disponibilità di risorse liquide e l'indebitamento dell'*acquirer*, nonché la scelta tra acquisizioni domestiche in alternativa alle *cross-border*. Ci soffermiamo brevemente su tali fattori in considerazione del fatto che il quarto capitolo, attraverso delle analisi di regressione uni variate e multivariate, andrà a determinare l'incidenza di tali fattori sulla variazione della *performance* operativa del campione analizzato, valutandone la relativa significatività a livello statistico.

#### ***3.1.1 Cash vs stock financing***



*André e Kooli* sostengono che la realizzazione di M&A finanziate mediante acquisto e/o emissione di azioni dimostrano storicamente performance inferiori rispetto a quelle finanziate tramite *cash*. *Beitel* (2004) replica lo studio per un campione di banche europee: il metodo di pagamento rimane un *driver* fondamentale nella valutazione di un'acquisizione. Con il metodo di pagamento adoperato il *bidder* è in grado di lanciare un segnale al Mercato; i risultati indicano una netta preferenza degli azionisti della *bidder* per il pagamento tramite *cash*. Con l'aumento del *cash ratio*<sup>87</sup> anche i ritorni sono più alti. *Haley e Palepu* (1990) calcolano gli utili contabili dopo aver dedotto dagli stessi le spese per interessi (costo del debito) ma prima di contabilizzare ogni costo relativo all'*equity*. Così, se un'acquisizione è finanziata da *cash* piuttosto che da debito, la *performance* successiva si dimostra inferiore rispetto al caso in cui il finanziamento della fusione avvenga per il tramite di azioni. Considerando che le differenze in termini di utili sono frutto più delle scelte di finanziamento dell'acquisizione che della performance prettamente economica della nuova entità, sarebbe fuorviante comparare il valore contabile degli utili, contestualmente ai diversi metodi di finanziamento che assistono un'operazione di M&A. Allora i due autori scelgono come parametro di performance i *cash flows* operativi, prima delle spese per interessi e dagli utili derivanti dagli investimenti a breve termine divisi, relativamente ai singoli anni, per il valore di mercato degli *assets*<sup>88</sup> (*market value of assets*). I flussi di cassa così considerati non saranno

---

<sup>87</sup> Individuabile come la quantità di cash adoperata per completare l'acquisizione, normalizzata dal totale di mezzi adoperati (quali cash, stock, debito ecc.)

<sup>88</sup> Dato dalla somma del valore di mercato dell'*equity* e del valore di libro del debito netto

influenzati dalla scelta di finanziamento dell'impresa. *Myers e Majluf*<sup>89</sup> (1984) sostengono che la *bidder* faccia uso di *stock* ai fini dell'acquisizione se il *board* crede che le azioni siano sopravvalutate. Alternativamente, se la *bidder* è convinta riguardo la valutazione corrente della *target*, probabilmente deciderà di pagare l'operazione tramite *cash*. Ciò comporterà l'invio di un segnale positivo ai mercati, i quali vedranno favorevolmente le offerte formulate tramite danaro. Infine, notano gli autori, la velocità nelle negoziazioni, e quindi nel perseguimento degli obiettivi prefissati, sarà cruciale per il successo di un'acquisizione ostile. Tempi più lunghi, quando in gioco sono le azioni della *target*, danno al *management* di quest'ultima l'opportunità di implementare una migliore difesa (dalle *hostile takeovers*). Inoltre altri compratori potrebbero essere indotti a partecipare alla competizione. A tal riguardo, fanno notare *Huang e Walkling* (1987), il *management* della *target* potrebbe rivelare selettivamente informazioni interne riguardo il proprio reale valore. Quest'informazione potrebbe risultare in una revisione al rialzo della stima dei *cash flows* della *target* e/o in una riduzione dell'incertezza affrontata dai *bidders*, dotati di maggior patrimonio informativo all'interno della negoziazione. Il risultato finale sarà che i *bidders* più informati avranno la possibilità di offrire premi in pagamento più alti, con la conseguenza che le offerte di azioni avranno una probabilità inferiore di successo rispetto a quelle formulate in denaro. Coerentemente con i risultati di *Hansen e Crutchley*<sup>90</sup>

---

<sup>89</sup> Myers, Majluf *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have* Journal of financial economics, 13 (1984), 187-221

<sup>90</sup> Hansen, Robert S., and Claire Crutchley, 1990, *Corporate earnings and financing: An empirical analysis*, Journal of Business 63, 347-371.

(1990) l'offerta di nuovo capitale sotto forma di *equity* può essere interpretata come un'anticipazione della scarsa performance (*poor performance*) raggiunta nell'ambito dell'operazione di M&A. Il margine di profitto ed il ROA (*return on assets*) si dimezzano dopo circa quattro anni dall'operazione di fusione. Questo deterioramento, sulla base di un'analisi comparativa, appare essere più marcato per le aziende *target* che decidono di emettere strumenti finanziari partecipativi, rispetto ad imprese che non emettono nel periodo considerato. Per esempio, fanno notare gli Autori, il profitto mediano dell'impresa che emette cade di ben 2,9 punti percentuali tra l'anno dell'operazione fino ad i quattro anni successivi la stessa. Nello stesso periodo la mediana delle imprese che non emettono scende di soli 0,6 punti percentuali. Sembrerebbe dunque che l'emissione di strumenti partecipativi avvenga al di fuori delle aspettative del Mercato, il quale a sua volta tende ad assegnare al multiplo *Market value/book value* (M/B ratio) valori che riflettono la previsione di performance operative oltre la media rispetto a quanto poi si verificherà. In particolare lo studio evidenzia come i ritorni azionari, in diminuzione generale per le imprese che emettono *equity*, denotino un peggioramento particolarmente accentuato per gli emettitori (*issuers*) di dimensioni e capacità ridotte. Le imprese che emettono sarebbero perciò quelle che crescono ad una velocità eccessiva, risultato non sorprendente alla luce del fatto che le aziende caratterizzate da una crescita più veloce storicamente dimostrano dei ritorni azionari inferiori in comparazione alle imprese che crescono più lentamente (*slow growing*). In sostanza le aziende che emettono strumenti partecipativi hanno dei guadagni notevolmente ridimensionati, se

confrontati con imprese che non fanno riferimento al collocamento azionario sul Mercato, imprese che hanno negli anni considerati lo stesso tasso di crescita in investimenti e spese di capitale. Gli investitori, a loro volta, ricevono ritorni molto bassi dopo l'emissione, così come i *managers*, che incentivano politiche di emissione, appaiono essere troppo ottimisti riguardo le prospettive di crescita delle aziende da loro controllate.. Una delle figure più salienti riguardo questa modalità di finanziamento dell'operazione di M&A risiede nel fatto che molte imprese decidono di emettere nel momento in cui c'è stato un aumento di prezzo delle proprie azioni. Se quindi un'impresa riesce ad aumentare i margini di guadagno e ad ottenere posizioni più competitive in vista dell'offerta di azioni, la stessa si espone contestualmente al rischio che il valore di queste azioni subisca un declino, soprattutto a causa di movimenti macroeconomici che si verificano prima che l'impresa abbia la reale opportunità di realizzare l'incremento di capitale desiderato.

### ***3.1.2 Domestic vs cross border***

Ci sono evidenze che le transazioni realizzate oltre i confini domestici (*cross border*) portino ad una *performance* post M&A al ribasso, se comparata con le transazioni domestiche (*André, Kooli*). *Meschi e Metais* (2011) affermano che un elemento di cui tener conto ha a che fare con il grado di internazionalizzazione dell'acquirente. Buona parte degli studi al riguardo confermano che le imprese con un alto grado di esposizione internazionale sono meglio preparate a gestire le acquisizioni *cross border* rispetto alle imprese con poca esperienza internazionale,

a presenza perlopiù locale. La tesi sostenuta dai due autori afferma come le imprese operanti al di fuori dei confini nazionali siano preparate ad affrontare culture diverse da quella d'origine, nonché in grado di sviluppare *routines* e procedure adatte a selezionare la giusta *target*, ridurre il tempo necessario per la negoziazione ed i costi associati con l'integrazione successiva l'acquisizione. (Nadolska, Barkema 2007<sup>91</sup>). Singh e Zollo fanno notare come la vicinanza geografica tra *acquirer* e *target* incoraggi al rimpiazzo del *top management* della seconda e sia da stimolo al raggiungimento di un miglior livello d'integrazione. Il rimpiazzo della leadership può però avere effetti negativi sulla performance post M&A. Alcune ricerche confermano che nel caso di acquisizioni *cross border* acquirente e *target* possono beneficiare dalle imperfezioni presenti sui mercati internazionali dei capitali, dei prodotti e dei fattori di produzione (Hymer<sup>92</sup> 1976) internalizzando la capacità nella ricerca e sviluppo della *target* ed espandendo il *business* all'interno di nuovi mercati. Inoltre nel lungo periodo le acquisizioni *cross border* dovrebbero performance meglio rispetto alle domestiche. Differenze culturali e regolamentari fra *bidder* e *target* possono complicare notevolmente il processo di fusione o acquisizione, e nel peggiore dei casi, decretano il fallimento delle sinergie previste all'inizio delle negoziazioni. Le difficoltà cui accenniamo possono deteriorare, a partire da pochi anni successivi l'acquisizione, la

---

<sup>91</sup> Nadolska, A.M. & Barkema, H.G. (2014) *Good learners: how top management team affect behavior and performance of acquisitions*. Strategic Management Journal, 35 (10), 1483-1507

<sup>92</sup> Hymer *The international operations of National firms: a study of direct foreign investment* The MIT press, London, 1976

performance della nuova entità (*Shoenberg et al.* 1999<sup>93</sup>). I risultati ottenuti da *Martynova e Renneboog* (2006) confermano che, nel caso di *target* straniera, l'azienda acquirente va incontro a guadagni significativamente più bassi a seguito dell'annuncio di fusione, a confronto con quanto ottenuto da controparti similari che rilevano imprese domestiche. In uno studio di *Martynova et al.* (2006) nel quale il campione è formato da imprese (sia *target* che *bidder*) provenienti dall'Europa continentale e dalla Gran Bretagna, la profittabilità della nuova entità a seguito del deal migliora dello 0,5% se si tratta di un accordo domestico, mentre peggiora dell'1,8% qualora si tratti di un deal transnazionale; i risultati non sono comunque statisticamente significativi. Infine rileviamo i risultati di *Hansen e Crutchley* (vedi nota 80) i quali, relativamente alla dimensione geografica, denotano un sostanziale impoverimento nella performance post M&A relativamente ad i deals cross-border.

### ***3.1.3 Livello di indebitamento e liquidità disponibile per l'acquirente***

Gli acquirenti che agiscono facendo ampio uso della leva finanziaria sono solitamente soggetti al monitoraggio severo da parte delle banche, tanto che le operazioni di M&A non profittevoli potrebbero essere effettivamente prevenute ex ante. L'evidenza empirica su questa correlazione è varia. *Ghosh et al.*<sup>94</sup> (2000)

---

<sup>93</sup> Catwright, Shoenberg *Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities* British Journal of Management Volume 17, Issue S1, pages S1–S5, March 2006

<sup>94</sup> Ghosh, A., Lee, C.J., 2000. *Abnormal returns and expected managerial performance of target firms*. Financial Management, Forthcoming

riscontrano sul campione dagli stessi analizzato, un aumento del *financial leverage* significativamente e positivamente correlato con la realizzazione di rendimenti azionari sopra la media. I due autori cercano di capire se l'aumento della leva finanziaria sia da associare ad una raggiunta maggiore capacità di debito. Coerentemente con quanto ipotizzato, il *financial leverage* aggiustato per il valore medio dell'industria d'appartenenza (*industry adjusted*) e per la grandezza (*size*) cresce significativamente, dal -5,8% nell'anno precedente il deal di fusione o acquisizione, al 2,4% dell'anno successivo. In verità, fanno notare gli autori, il *financial leverage* potrebbe aumentare come conseguenza di una ridotta capacità di debito sperimentata negli anni precedenti la transazione, piuttosto che da un suo incremento relativo. Infine è importante rilevare come la capacità di debito, relativamente al campione analizzato, non è correlata con i guadagni in termini di benessere ottenuti a ridosso dell'annuncio dell'accordo di fusione o acquisizione. Kang et al.<sup>95</sup> (2000) mostrano per 154 fusioni realizzate in Giappone tra il 1977 e il 1993 una relazione statisticamente significativa e positiva tra *l'abnormal stock return* ottenuto dall'*acquirer* e la quantità di debito bancario adoperato. Harford<sup>96</sup> (1999) mostra come le imprese più ricche di *cash* subiscono una discesa nel valore azionario a seguito dell'annuncio relativo l'acquisizione: ciò implicherebbe una reazione negativa del mercato nei confronti di imprese che presentano grandi quantità di *cash* in eccesso. Infine da annotare i

---

<sup>95</sup> Kang, N. and S. Johansson (2000), "Cross-Border Mergers and Acquisitions: Their Role in Industrial Globalisation", OECD Science, Technology and Industry Working Papers, 2000/01, OECD Publishing

<sup>96</sup> Harford, "Corporate Cash Reserves and Acquisitions" Journal of Finance December 1999, pp. 1969-97

risultati di *Linn e Switzer* (2001) che confermano una relazione significativa e positiva fra il *leverage* dell'acquirente e la performance successiva l'acquisizione.

Adesso spostiamo l'attenzione su quelle che nella prassi sono le misure di performance operativa maggiormente adoperate. Nel quarto capitolo descriveremo le variabili di performance adoperate nel nostro studio, nonché i modelli sottostanti l'analisi statistica. Per questo motivo riteniamo importante avere un'introduzione, guardando alla letteratura, riguardo le diverse variabili di cui tener conto per il calcolo della performance operativa. Non si trascuri d'altronde come scelte divergenti di misure di performance possono condurre a risultati anch'essi divergenti.

Partiamo dunque dall'analisi della variabile da porre numeratore, nella prassi individuata dai free cash flows, dall'ebit o dall'ebitda (nella nostra analisi calcoleremo la performance in riferimento sia ai cash flows che all'ebitda, così da poter valutare eventuali divergenze nei risultati nel confronto tra le due alternative).

In letteratura l'uso dei *cash flows* nel calcolo della performance operativa è prassi consolidata (*Barber e Lyon 1996*)<sup>97</sup>. Altre misure, quali gli utili contabili<sup>98</sup> (*earnings*), possono essere facilmente manipolati, soprattutto in caso d'acquisizione e/o fusione. *Erickson e Wang*<sup>99</sup> (1999) confermano l'opera di

---

<sup>97</sup> Barber, Lyon *Detecting abnormal operating performance, the empirical power and specification of test statistics*, *Journal of financial economics* 41 (1996), 359-399

<sup>98</sup> Per una descrizione approfondita: <http://www.investopedia.com/terms/e/earnings.asp>

<sup>99</sup> Erickson, Wang *Earning Management by acquiring firms in stock for stock Mergers*, *Journal of accounting and Economics*, 27(1999), 149-176



manipolazione dei guadagni messa in atto dai *managers* di un'impresa acquirente, perlopiù nel caso di fusioni che avvengono tramite lo scambio di azioni. La misura di *performance* tendenzialmente adoperata è quella 'per competenza' relativamente ai *cash flows*, quest'ultimi definiti semplicemente come i profitti prima del deprezzamento. Anche quest'ultima misura può però essere distorta per mezzo delle politiche contabili adoperate. In generale daremo due definizioni di *cash flows* operativi; la prima definizione è fornita da *Lawson's* (1985): i flussi di cassa derivano dai profitti prima del deprezzamento, aggiustati per i cambiamenti nel capitale circolante netto (variazioni nelle rimanenze, crediti commerciali e pagamenti anticipati al netto delle tasse a cui vengono sottratti il cambiamento nei debiti commerciali e debiti di competenza al netto di tasse e interessi). Seguendo le indicazioni di *Lawson's* otteniamo una misura di performance operativa che non riflette gli interessi ed il pagamento delle tasse; questa misura non è manipolata dal riconoscimento di cattivi debiti, nonché dalle politiche contabili adoperate per la valutazione delle rimanenze. Questa misura viene spesso definita come 'pura', dal momento che aggiusta per le diverse politiche di contabilizzazione delle voci, in credito ed in debito, di competenza dell'esercizio in corso. Un secondo modo di definire la performance operativa fa riferimento al profitto al netto del deprezzamento. Questa misura viene adoperata, oltre che per la sua relativa semplicità, soprattutto in virtù della sua comparabilità con numerosi studi sull'argomento della performance operativa post acquisizione<sup>100</sup>. Alcuni autori calcolano la performance operativa a partire dall'ebitda, piuttosto che

---

<sup>100</sup> Si vedano al riguardo: Haley et al. (1992), Linn e Switzer (2001), Ghosh (2001)

dall'ebit, a dispetto della consuetudine di adoperare i *free cash flows*. *Martynova et al.* (2006) partono proprio dall'ebitda e pongono a denominatore il valore di libro degli *assets*, in un primo caso, il valore relativo le *sales*, in un secondo caso. Dopo di che ripetono gli stessi calcoli, stavolta sottraendo all'ebitda il valore del capitale circolante netto. In quest'ultimo caso, laddove si divida per il *book value of assets*, avremo una misura che ci dice quanto effettivamente un'impresa sta adoperando i suoi *assets* per generare *cash*. Laddove dividiamo per le *sales*, ci faremo un'idea di quanto *cash* è generato per ogni euro (dollaro, etc.) di vendite. Le misure che non correggono per il capitale circolante netto sono comparabili con le misure di *cash flow* al lordo delle tasse, perciò utili per un raffronto con buona parte degli studi precedenti. Di seguito, in tabella, riportiamo un elenco che descrive sinteticamente le caratteristiche principale degli studi sulla *performance* operativa succedutisi nelle ultime decadi. Inoltre la tabella andrà a suddividere tra analisi che confermano un miglioramento nella performance post M&A, studi che non trovano un cambiamento significativo, ed infine quelli che rilevano un peggioramento significativo (statisticamente) rispetto alla performance operativa precedente l'operazione di M&A.

<i>Autori</i>	<i>Periodo</i>	<i>Mercato</i>	<i>Grand. Camp.</i>	<i>Misura di performance</i>	<i>Deflatore</i>	<i>Benchmark</i>	<i>Performance pre m&amp;a</i>	<i>Change (c) o intercept</i>	<i>Conclusione</i>
<i>Studi che documentano un miglioramento nella performance operaiva post acquisizione</i>									
Powell & Stark (2005)	1985-1993	UK	191	(1) Pre-tax CF (2) "Pure" CF (incl. cambiamenti in WC)	(1) MV Assets (2) Adj. MV Assets (3) BV Assets (4) Sales	(1) Industry (2) Industry, Size and Pre M&A performance	A e T	C + I	La performance post acquisizione mediana cresce

Rahman & Limmack (2004)	1988-1992	Malaysia	113	"Pure" CF (incl. cambiamenti in WC)	BV Assets	Industry and Size	A e T	C + I	La performance operativa dei cash flows cresce
Heron & Lie (2002)	1985-1997	US	859	Utile operative	Sales	(1) Industry (2) Industry e Pre M&A performance	Solo A	C	La performance operative cresce dopo l'M&A
Linn & Switzer (2001)	1967-1987	US	413	Pre-tax CF	MV Assets	Industry	A e T	C	I cash flows post acquisizione crescono
Parrino & Harris (1999)	1982-1987	US	197	Pre-tax CF	Adj. MV Assets	Industry	Nessuno	Altro	La performance post acquisizione migliora
Switzer (1996)	1967-1987	US	324	Pre-tax CF	MV Assets	Industry	A e T	C + I	La performance post migliora nei 5 anni successivi l'acquisizione
Healy, Palepu & Ruback	1979-1984	US	50	Pre-tax CF	Adj. MV Assets	Industry	A e T	C + I	I cash flows op. aumentano dopo la fusione
Moeller & Schlingemann (2004)	1985-1995	Acquirenti US	2,362*	Pre-tax CF	MV assets	Industry	solo A	I	Negativo (ma non significativo) cambiamento nella performance dei CF dopo la fusione; bidders Cross-border performano peggio dei domestici
Gugler, Mueller, Yurtoglu & Zulehner (2003)	1981-1998	World	2,753	(1) EBIT (2) Sales	Non scalato	Industry	Nessuno	Altro	I profitti post acq. Sono superiori a quanto previsto (perlopiù significativamente); Sales sono minori di quanto previsto (perlopiù signific.)

*Studi che documentano nessun cambiamento nella performance operativa post acquisizione*

Sharma & Ho (2002)	1986-1991	Australia	36	"Pure" CF (incl. cambiamenti in WC)	(1) BV Assets (2) BV Equity (3) Sales (4) Nr. shares	Industry e Size	A e T	C + I	Cambiamenti non signif. Nella perform. post acquisizione
Ghosh (2001)	1981-1995	Mondo	315	Pre-tasse CF	Adj. MV Assets	Industry, Size e Pre-event performance	A e T	C + I	Cambiamenti non sign. nella perf. op. a seguito M&A
Herman & Lowenstein (1988)	1975-1983	US Offerte ostili	56	(1) Utile netto (2) EBIT	(1) BV Equity (2) Capital	Nessuno	Solo A	C	Bidder's return on capital (ROC) decresce; ROE cresce.

<b>Continua</b>									
<b>Autori</b>	<b>periodo</b>	<b>Mercato</b>	<b>Grand. Camp.</b>	<b>Misura di performance</b>	<b>deflatore</b>	<b>benchmark</b>	<b>Performance pre M&amp;A</b>	<b>Change (C) or Intercept</b>	<b>Conclusione</b>

Mueller (1980)	50s, 60s, 70s	Belgio, Germania, UK, US, Francia, Olanda, Svezia	Differente a seconda del Paese	Profitti al lordo delle tasse	BV Assets	Industry e Size	Nessuno	Altro	Belgio, Germania, UK e US: incremento profittabilità post acq.; Francia, Olanda, e Svezia: declino nella profittabilità
Lev & Mandelker (1972)	1952-1963	US	69	(1) Utile netto (2) Utile operativo	(1) BV Assets (2) BV Equity (3) Nr di azioni (4) Sales	Industry e Size	A e T	C	Utile netto/assets cresce sign. Per le imprese acquirenti; altre misure di performance senza cambiamenti significativi
Lev & Mandelker (1972)	1952-1963	US	69	(1) Utile netto (2) Utile operativo	(1) BV Assets (2) BV Equity (3) Nr di azioni (4) Sales	Industry e Size	A e T	C	Utile netto/assets in crescita signific. Per imprese acquirenti; altre misure di performance senza cambiamento significativo
<i>Studi che documentano un deterioramento nella performance post acquisizione</i>									
Kruse, Park, Park & Suzuki (2002)	1969-1992	Giappone	46	CF al lordo delle tasse	(1) Adj. MV Assets (2) Sales	Industry e Size	A e T	C + I	Declino nei cash flows; comunque le fusioni aumentano postivamente e generalmente la performance
Yeh & Hoshino (2001)	1970-1994	Giappone	86	(1) Utile netto (2) Utile operativo	(1) BV Equity (2) BV Assets	Industry	Solo A	Altro	Significativo declino nel ROA e nel ROE dopo la fusione; M&As che coinvolgono imprese indipendenti non denotano declino un declino successivo
Dickerson, Gibson & Tsakalotos (1997)	1948-1977	UK	1,443**	Profitti al lordo delle tasse	Net assets	Industry	Solo A	Altro	Declino significativo nel ROA dell'acquirente
Clark & Ofek (1994)	1981-1988	US distressed targets	38	EBITD	Sales	Industry	A e T	C	Declino della perf. operativa nei tre anni successive al deal
Meeks (1977)	1964-1972	UK	223	Profitti al lordo delle tasse	Net assets	Industry	A e T	C	Profittabilità post fusione decisamente più scarsa rispetto a quella precedente
Hogarty (1970)	1953-1964	US	43	EPS e Capital gains	Nr. di azioni	Industry	Solo A	Altro	La performance d'investimento dell'acquirente si deteriora dopo l'M&As

**Tabella 8: breve elencazione di analisi riguardanti la performance operativa post acquisizione (adattamento Martynova, Oosting, Renneboog (2006))**

In generale la scelta dei *cash flows* come primo parametro cui far riferimento per il calcolo della performance operativa può incentivare ad un'analisi ulteriore del complesso aziendale, un'analisi che non sia limitata alle sole componenti contabili. Le misurazioni che possono essere implementate vengono sinteticamente elencate nella seguente tabella.

<b>componenti di guadagni operativi</b>	<i>decomporre i guadagni operativi in margini operativi e misure di asset turnover</i>
<b>indicatori di crescita</b>	<i>Per misurare cambiamenti negli assets e nelle vendite</i>
<b>indicatori di profittabilità</b>	<i>per misurare la performance complessiva d'impresa</i>
<b>indicatori di efficienza</b>	<i>per misurare la capacità dell'impresa nel massimizzare il fatturato, minimizzare i costi e misurare la produttività dell'impiego</i>
<b>indicatori di sicurezza</b>	<i>per misurare la sicurezza dell'impresa in termini di debt/equity ratio e l'abilità a ripagare i prestiti e le spese per interessi</i>
<b>indicatori di politiche d'investimento</b>	<i>per misurare la fattibilità nel lungo periodo dei progetti d'investimento</i>

Tabella 9: indicatori della performance d'impresa (riadattato da Kruse, Park, Park e Suzuki (2002))

### 3.2 L'aggiustamento dei cash flows (la scelta del deflatore)

Piuttosto che adoperare misure 'grezze' di performance operativa, usualmente si sceglie di normalizzare la misura dei *cash flows* relativamente agli *assets* risultanti da Stato Patrimoniale, o spesso in riferimento alle vendite ed i relativi ricavi risultanti da Conto Economico (*Sales*). Questo aggiustamento avviene naturalmente sia per i *cash flows* degli anni precedenti l'acquisizione sia per gli anni successivi oggetto d'analisi. Solitamente i *cash flows* operativi, per quanto

riguarda la fase precedente l'acquisto, vengono costruiti sommando tra loro i *cash flows* risultanti dai bilanci di *target* ed *acquirer*, al fine di creare una misura di *performance* 'pro-forma' che sia comparabile con la misura di *performance* dell'acquirente successiva all'acquisizione. Sia *Haley* (1992) che *Ghosh* (2001) pongono al denominatore il valore totale di mercato degli *assets* (*total market value of assets*), il quale si ricava agilmente dalla somma del valore di mercato del patrimonio (*market value of equity*), del valore di libro del debito (*debt book value*) e del valore di libro della azioni privilegiate (*preferred stock*). Questa sommatoria, prima dell'operazione d'acquisto o fusione, va calcolata, e a sua volta sommata, sia rispetto all'*acquirer* che alla *target*. Ci si potrebbe chiedere il motivo per il quale la scelta ricada sul *total market value*, piuttosto che una misura contabile come il valore di libro del patrimonio. Prima di tutto il valore di mercato del patrimonio riflette in maniera più accurata la produttività degli *assets* dell'impresa, in riferimento anche alla loro capacità di generare benefici economici. In secondo luogo, viene adoperato dalla maggior parte degli Autori in virtù della sua comparabilità inter-temporale e cross sezionale (*Barber e Lyon* 1996)<sup>101</sup>. Le politiche contabili aziendali possono variare nel tempo e tra le diverse aziende; una comparazione basata sul mercato ha il pregio di non essere direttamente influenzata da queste politiche. Inoltre non tutte le imprese valutano i propri *assets* nello stesso arco temporale e questo fattore può risultare particolarmente importante laddove si comparino le *performances* dell'impresa acquirente relativamente a quelle del suo benchmark di riferimento. Uno degli

---

<sup>101</sup> Si faccia riferimento alla nota 80

svantaggi nell'usare valori di mercato è che questi valori sono *forward looking* e quindi riflettono non solo il valore degli *assets* presenti al momento della valutazione, ma anche i valori riferibili agli *assets* che l'impresa si aspetta d'acquistare in futuro (*Barber e Lyon*). Conseguentemente sarà necessario correggere, sia per l'acquirente che per la *target*, la misura di *performance* post acquisizione, escludendo le stime sui miglioramenti dell'*abnormal return* in corrispondenza con l'annuncio del *deal*: questo aggiustamento sarà necessario per osservare i potenziali benefici derivanti da un'acquisizione, al netto della valutazione del mercato. In teoria per mercati efficienti gli *abnormal returns* rappresentano nient'altro che il valore capitalizzato di ogni miglioramento derivante dall'operazione d'acquisizione. Purtroppo però è controverso se i mercati, in media, siano in grado di stabilire (a priori) i guadagni e le efficienze derivanti da un'operazione di M&A.<sup>102</sup> In risposta alle ambiguità ed alle problematiche appena elencate, altri Autori hanno adoperato misure differenti di *performance*. Per esempio *Haley et al.* (1992) testano la sensibilità delle *performance* ai valori di Mercato andando a costruire un *quasi-market value of equity*, al quale viene sommato il valore di libro del debito, costruendo così un *quasi-market value of assets*. Sebbene questa misura vada ad escludere le rivalutazioni della base patrimoniale che avvengono nel periodo successivo l'acquisizione, essa non è in grado di correggere per una riduzione del valore del

---

<sup>102</sup> Evidenze empiriche suggeriscono che gli investitori tendono a sovra stimare i guadagni attesi da un'acquisizione (Jensen e Ruback 1983). Per esempio Agrawal et al. (1992) e Gregory (1997) rilevano un declino sistematico, in Gran Bretagna ed altrove, nei valori di mercato dell'impresa acquirente negli anni successivi ad un'importante operazione di acquisizione.

patrimonio, laddove si verifichi un deprezzamento dello stesso. *Ghosh* (2001) sceglie allora i ricavi di vendita (*sales*) quale deflatore dei cash flows. Il beneficio derivante dall'uso delle *sales* risiede nel fatto che anche loro sono, come il *total market value of assets*, una misura corrente. Tra l'altro, qualora si scelgano le *sales*, sia il numeratore che il denominatore sarebbero attinti dal Conto Economico, con benefici in termini di comparazione e validità delle misure adoperate (*Barber e Lyon* 1996). L'utilizzo a denominatore delle *sales* non permette di apprezzare direttamente la produttività degli *assets* dell'impresa. Per esempio, tramite una politica di riduzione dei prezzi, un'impresa sarebbe teoricamente in grado di incrementare il volume delle vendite, migliorare la *performance* operativa e, *ceteris paribus*, non incrementare la base patrimoniale a disposizione. Il rischio che si corre nell'adoperare le *sales* sta dunque nella possibilità di non essere in grado di apprezzare fino in fondo i miglioramenti operativi realizzati da un'entità a seguito di un'acquisizione o di una fusione. L'uso del *book value of assets* può allora dare una risposta concreta alle problematiche pocanzi elencate. A tal riguardo vale la pena ricordare come negli Stati Uniti questa misura venga usata molto di rado, soprattutto in virtù dei problemi derivanti dalla contabilizzazione dell'avviamento (*goodwill*). La normativa statunitense prevede che gli acquisti vengano contabilizzati con il *purchase method* al posto del preferito *pooling of interest*, usato invece nel caso delle fusioni. Questa prassi contribuisce, nel caso delle acquisizioni, alla formazione dell'avviamento, il quale rappresenta il premio che l'acquirente deve sostenere oltre il *fair market value* della *target*. L'avviamento è mostrato nello



Stato Patrimoniale ed è solitamente ammortizzato per un periodo piuttosto esteso, anche quarant'anni, a Conto Economico.<sup>103</sup> Chiaramente questa procedura ha un impatto negativo sugli utili d'impresa, seppur non abbia un effetto negativo sui flussi di cassa operativi. Allora l'alternativa data dall'uso del valore di libro del patrimonio consentirebbe di ottenere una valutazione della performance operativa successiva all'acquisizione che non è intaccata dall'avviamento. In Gran Bretagna, come emerge da uno studio di *Powell e Stark* (2005), il trattamento contabile maggiormente adoperato consiste nel compensare l'avviamento, formatosi all'atto dell'acquisizione, adoperando le riserve, se capienti, degli azionisti.<sup>104</sup> Per avere un quadro il più possibile chiaro e veritiero riguardo gli errori e le incongruenze che possono derivare dall'uso di diversi deflatori dei *cash flows* si potrebbe decidere di analizzare un campione d'impresa considerando, nel calcolo della *performance* operativa, ognuna delle misure pocanzi elencate. Quindi si potrebbe calcolare la *performance* operativa adoperando il *total market value of asset* aggiustato per la reazione del mercato all'annuncio dell'acquisto, il valore di libro totale degli *assets* ed infine le vendite totali. Comparando la prima misurazione con la seconda, potremmo ottenere un'indicazione sull'eventuale *over-reazione* del Mercato all'annuncio di un imminente acquisto. Adoperando gli ultimi due indicatori, e comparandoli con i precedenti, saremo invece in grado di

---

<sup>103</sup> Dal Giugno 2001, le imprese statunitensi non sono più obbligate a caricare il costo da avviamento a Conto Economico. L'avviamento continuerà ad essere mostrato nello Stato Patrimoniale e il Conto Economico sarà interessato solo per l'eventuale diminuzione di valore dei cespiti acquisiti. Il FASB ha inoltre eliminato il metodo del 'pooling of interest' dalle opzioni contabili.

<sup>104</sup> In Gran Bretagna, dal Dicembre 1999, il decimo Financial Reporting Standard richiede di capitalizzare l'avviamento da acquisizione e, in molte circostanze, di ammortizzarlo sistematicamente a Conto Economico (solitamente per più o meno venti anni).

stimare la sensibilità dei miglioramenti nella *performance* operativa all'uso di deflatori basati su valori di Mercato. Heron e Lie<sup>105</sup> (2002), in uno studio che investiga la relazione tra il metodo di pagamento nelle acquisizioni, i guadagni ottenuti dal *management* e la *performance* operativa per un campione d'impresie attive tra il 1985 e il 1997, decidono, in controtendenza, di calcolare la *performance* operativa a partire dagli utili operativi, a loro volta scalati dalle *sales*. Secondo i due Autori questa misura dovrebbe essere immune dalle scelte contabili adoperate per le fusioni (metodi *purchase o pooling of interest*) nonché dal metodo di finanziamento *ad hoc* adoperato (*cash o equity financing*).

### ***3.3 La scelta del benchmark di performance***

Precedentemente a Barber e Lyon (1996), le misure riferite alla *performance* dell'industria (*ind-performance measures*) erano usualmente adoperate quale *benchmark* preferito. Usare questo *benchmark* consente di separare gli effetti riferiti alla singola impresa (*firm specific*) rispetto a quelli che più propriamente dipendono dallo specifico settore produttivo analizzato (*industry specific*). Healy *et al.* (1992) mostrano come le acquisizioni analizzate nel loro campione avvengano tipicamente in industrie che sono soggette ad una fase di declino: questo comporta che mentre le *performance* assolute post acquisizione risultano in declino, al contrario, dopo l'aggiustamento per l'industria, la *performance* relativa appare essere positiva, seppur non statisticamente significativa. Le ricerche che si sono susseguite nel settore rilevano come le imprese acquirenti differiscano, sia in

---

<sup>105</sup> Heron, Lie *Operating performance and the method of payment in takeovers*, Journal of financial and quantitative analysis, vol.37, no.1, Marzo 2002

termini di *size* che di *performance* precedente, dalle loro controparti (le imprese *target*). Ciò che si verifica è che le imprese acquirenti tendono ad essere più grandi rispetto alla mediana dell'industria d'appartenenza, elemento che a sua volta può giustificare una *performance* operativa migliore, soprattutto in considerazione della maggior capacità di appropriarsi di positive economie di scala (Penman 1991)<sup>106</sup>. Inoltre le imprese attive nel settore dell'M&A tendono ad acquistare in periodi nei quali la performance dei prezzi azionari è migliore (Morck et al. 1990)<sup>107</sup>. In un'analisi condotta da Powell e Stark, cui accennavamo in precedenza, l'acquirente mediano è oltre cinque volte più grande (misurato in termini di *total market value of assets*) rispetto alla mediana dell'industria e relativamente all'anno precedente l'operazione di acquisizione. Ghosh (2001) dimostra come sia il *change model* che il *regression based approach model* possano risultare in stime viziate riguardo i miglioramenti nella performance operative di imprese che prima dell'acquisizione performano meglio rispetto alla mediana dell'industria. Questi errori possono essere causati sia da fattori temporanei che permanenti: se ci si aspetta che la *performance* rimanga permanentemente migliore rispetto allo *status quo* precedente l'acquisizione, allora la stima rispetto ai risultati del periodo precedente l'operazione non dovrebbe essere sostanzialmente viziosa; se al contrario il miglioramento registrato ci si aspetta sia solo temporaneo, allora si deve tener conto di questo decadimento nel calcolo della performance precedente l'acquisizione, in

---

<sup>106</sup> Penman, S., 1991. *An evaluation of accounting rate of return*. Journal of Accounting, Auditing & Finance 6, 233–255

<sup>107</sup> Vedi nota 9

riferimento al *benchmark* individuato. Allora, concordemente con *Ghosh* (2001) si potrebbe optare per la scelta di un *benchmark* che controlli sia per l'industria d'appartenenza, sia per il *size* relativo che per la performance operativa precedente. *Heron e Lie* (2002) calcolano la performance operativa del loro campione rapportandola a due differenti *benchmarks*, al fine di controllare ulteriori fattori che possono condizionare le operazioni di fusione. Prima di tutto controllano per i cambiamenti a livello di industria e di ambiente economico. A tal scopo misurano la *performance industry adjusted*, andando a comparare la *performance* del loro campione con quella della mediana delle imprese appartenenti al medesimo settore. Fatto ciò, per controllare gli effetti di un'eventuale *mean reversion* risultante da una performance particolarmente positiva o negativa precedentemente all'evento considerato, comparano la performance operativa del loro campione con quella di imprese appartenenti a settori simili e con altrettanto simili *performance* precedenti l'acquisizione. Secondo gli Autori questa metodologia rappresenterebbe un passo in avanti rispetto agli studi che adoperano come unico *benchmark* quello riferito all'industria d'appartenenza.

### ***3.4 La variazione delle performance operative***

Analizzeremo brevemente le metodologie di calcolo maggiormente adoperate in letteratura per determinare la variazione delle *performance* operative. Parte di quanto esposto in questo paragrafo, così come nei precedenti relativi a questo capitolo, sarà integrato ed adoperato nell'analisi svolta contestualmente a questo

lavoro. *Healy et al.* (1992) fanno riferimento ad un'analisi di regressione per misurare il miglioramento, dagli stessi registrato, nella *performance* operativa negli anni successivi l'acquisizione. *Haley* regredisce le performance operative (post-acquisizione, *industry adjusted* e mediane) per ogni combinazione su di un'equivalente misura combinata di performance dell'acquirente e della *target*, relativa gli anni precedenti la transazione. L'intercetta, in una tale regressione, viene interpretata come la stima del miglioramento medio verificatosi nel campione di acquisizioni. Controllando così per la *performance* precedente l'acquisizione, il valore medio della *performance* post acquisizione (l'intercetta per l'appunto), resta non spiegato e deve essere attribuito, per definizione, all'acquisizione stessa. Formalmente avremo:

$$OP_i^{post} = \beta_0 + \beta_1 OP_i^{pre} + \varepsilon_1$$

dove  $OP_i^{post}$  e  $OP_i^{pre}$  sono la mediana, dopo e prima l'acquisizione, della *performance* operativa (*industry adjusted*) per il *deal i*. Questo approccio consente al *benchmark* per la performance operativa di essere un multiplo della performance precedente l'acquisizione. Questo multiplo è rappresentato proprio da  $\beta_1$ . Allora possiamo vedere come i miglioramenti medi della *performance* operativa si avranno andando a guardare proprio all'intercetta ( $\beta_0$ ). Nel caso in cui  $\beta_1$  fosse limitato ad essere uguale ad uno, allora i miglioramenti nella performance verrebbero stimati sottraendo la performance precedente l'acquisizione (riferibile all'entità combinata) alla performance post acquisizione dell'acquirente.

L'approccio appena descritto è quello che comunemente viene conosciuto come *change model*. Riassumendo, sono due i modelli comunemente abbinabili al calcolo delle *performance* operative post acquisizione: il *change model*, di cui abbiamo illustrato brevemente i tratti, a sua volta derivazione del più generale modello regressivo che comunemente prende il nome di *intercept model*. *Martynova, Oosting e Renneboog* (2006) ricalcolano i cambiamenti nella performance operativa adoperando la media invece della mediana. Per ogni entità combinata, calcolano la *performance* media riferita agli anni precedenti e successivi l'acquisizione. I risultati basati sulla media appaiono essere più volatili rispetto a quelli basati sulla mediana, perlopiù a causa dell'influenza degli *outliers*. Nel loro studio gli Autori verificano se adoperando l'*intercept model* si ottengano risultati differenti rispetto a quanto risultante dal *change model*. Coerentemente con *Powell e Stark*<sup>108</sup>(2005), *Ghosh*<sup>109</sup>(2001), *Linn e Switzer*<sup>110</sup>(2001) e *Switzer*<sup>111</sup> (1996) l'*intercept model* restituisce stime più ottimiste sui miglioramenti nella *performance* post acquisizione rispetto a quanto suggerito dall'uso del *change model*. Gli studi di cui sopra hanno tutti come risultato una *performance* post acquisizione più alta nel caso si acquistino *targets* con una performance relativa la fase precedente l'acquisizione che si attesta su buoni livelli. Quanto detto avviene però nel solo caso in cui si sottragga la mediana

---

<sup>108</sup> Vedi nota 16

<sup>109</sup> Vedi nota 17

<sup>110</sup> Linn, S., Switzer, J., 2001. *Are cash acquisitions associated with better post combination operating performance than stock acquisitions?* Journal of Banking and Finance 25, 1113–1138.

<sup>111</sup> Switzer, J., 1996. *Evidence of real gains in corporate acquisitions.* Journal of Economics and Business 48, 443–460

relativa l'industria d'appartenenza. Se invece l'aggiustamento, oltre che per l'industria, avviene anche per il *size* e per la mediana della performance post acquisizione, allora si osserva una relazione significativamente negativa: un'alta profittabilità precedente l'acquisizione è associata a risultati scarsi nella fase successiva l'integrazione.

### ***3.5 L'arco temporale di valutazione***

La *performance* post acquisizione è sensibile alla scelta della finestra temporale adoperata nella sua valutazione. *Haley et al.* (1992) optano, ad esempio, per un'analisi relativa i cinque anni successivi l'M&A. *Ghosh* (2001) si ferma invece ai tre anni successivi l'operazione di M&A. Per quanto concerne il periodo precedente l'operazione, alcuni studi valutano la *performance* fino a tre anni dalla conclusione delle contrattazioni, mentre altri si limitano al solo anno precedente l'M&A. Inoltre buona parte di questi studi fanno affidamento sulla mediana della *performance* post acquisizione, piuttosto che sulla media, per motivi attinenti il ruolo degli *outliers* (cui accennavamo in precedenza nella trattazione). L'anno in cui si raggiunge l'accordo e l'operazione, di acquisizione o fusione, si concretizza a tutti gli effetti (*completed deal*) viene individuato da buona parte della letteratura come l'anno '0'. Solitamente non vi si tiene conto nel calcolo della *performance* operativa, soprattutto in considerazione dell'impatto dei costi di transazione e degli effetti, variabili, stimolati dai metodi di *accounting* specificatamente adoperati ai fini della realizzazione del *deal*.

Nel prossimo capitolo, il quarto, esporremo la metodologia adoperata nella valutazione del campione, descriveremo in sintesi il campione stesso ed infine esporremo i risultati ottenuti dallo studio empirico effettuato sui dati disponibili.

## **4 *L'analisi empirica (presupposti)***

A discapito degli innumerevoli studi susseguiti in letteratura, non è agevole, e tantomeno univoca, la risposta al quesito concernente l'effetto di un'operazione di M&A sulla *performance* operativa. Ad inibire la possibilità di fornire una risposta univoca e valida universalmente contribuiscono innanzitutto l'uso di diverse metodologie nel calcolo della variazione di *performance*. A metodi statistici si affiancano casi studio, questionari e valutazioni prettamente contabili. A condizionare i risultati degli studi vi è anche la scelta del *benchmark* di riferimento con cui correggere la misura di *performance* operativa. Se *Barber e Lyon* (1996) attingono ad un campione con simili *performance* precedenti e paragonabile grandezza degli *assets*, al contrario autori quali *Yeh e Hoshino* (2001), *Meeks* (1977), *Healy, Palepu e Ruback*(1992) decidono di costruire il *benchmark* unicamente in riferimento al settore di appartenenza delle imprese componenti il campione. *Heron e Lie* (2002) fanno riferimento alternativamente al settore di appartenenza o alla grandezza degli *assets*. Altro punto di vista è quello di *Herman e Lowenstein* (1988), i quali decidono di non correggere affatto il loro campione d'analisi, in considerazione delle criticità e delle difficoltà insite nella scelta di un adeguato campione per il confronto.



A condizionare i risultati delle analisi vi sono anche l'arco temporale di riferimento, i limiti geografici del campione adoperato ed insomma tutte (e non solo) le determinanti descritte precedentemente in tabella 7.

La nostra analisi cercherà di trovare un compromesso valido fra le avariate metodologie ed alternative presenti in letteratura; facendo ciò speriamo di poter ottenere dei risultati che ci diano un'indicazione chiara e non fuorviante riguardo l'effetto di operazioni di M&A svolte nell'area euro durante il periodo più intenso della recente crisi economica.

#### ***4.1 La metodologia, il matching e la scelta della misura di performance***

Per un campione di 108 imprese appartenenti all'area Euro si è calcolata la variazione nella *performance* operativa in un arco temporale che va dal primo gennaio 2007 al 31 dicembre 2011. La scelta di questo gap temporale non è casuale: l'intenzione è di valutare la risposta delle imprese dell'area Euro attive in operazioni di M&A proprio negli anni in cui la crisi dei mercati finanziari ha innescato una spirale economica recessiva, perlomeno per i Paesi economicamente più sviluppati. Come visto in precedenza nella trattazione, il 2007 è stato un anno di forte attivismo sul versante M&A. Gli effetti della crisi economica, la scarsa liquidità del mercato unita alla scarsa fiducia di investitori, e delle imprese riguardo le loro prospettive di *going concern*, hanno contribuito a rallentare un trend decennale di crescita nell'ambito dell'M&A, trend che solo in

tempi recenti (2014/2015) sembra aver ripreso a crescere significativamente<sup>112</sup>.

Per quanto concerne la procedura di selezione del campione, nella ricerca si assecondano i seguenti criteri:

- *Le imprese selezionate hanno tutte completato l'acquisizione entro il 31 dicembre 2011;*
- *Il metodo di pagamento utilizzato deve essere alternativamente il danaro, le azioni o una combinazione delle precedenti;*
- *Vengono escluse le aziende del ramo assicurativo/finanziario;*
- *L'acquirente è un'azienda quotata in Borsa e non subisce un delisting negli anni considerati;*
- *I total assets dell'acquirente vanno da 5 milioni a 200 milioni di euro.*

Nella calcolo della *performance* operativa si è fatto riferimento sia alle misure adottate da *Haley et al.* (1992) che a quelle adoperate da *Martynova et al.* (2006) e *Powell e Stark* (2005). La misura adoperata da *Haley et al.* consente di confrontare imprese di differenti nazionalità, sottoposte a differenti giurisdizioni fiscali (esclusione delle tasse) e imprese che utilizzano diversi metodi di finanziamento per l'acquisizione (esclusione degli interessi). *Martynova et al.* utilizzano la stessa misura, correggendola però con la variazione del capitale circolante netto, così da

---

<sup>112</sup> A contribuire alla riprese dell'attivismo nell'ambito dell'M&A è sicuramente il miglioramento dei principali indici macro-economici, unito a politiche sia in am.bitto europeo che extra europeo, mirate a risolvere i nodi al pettine manifestati all'epoca dello scoppio della bolla immobiliare statunitense. Sulla reale capacità dell'Unione Europea di ridere vigore agli investimenti, alla spesa pubblica e a tutto ciò che contribuisce ad innalzare la performance economica generale, solo l'imminente futuro potrà darci delle risposte più circostanziate.

tenere conto dei miglioramenti o peggioramenti dell'impresa nel finanziare la propria attività di riferimento. La scelta del denominatore è invece ricaduta sul valore di mercato degli *assets*<sup>113</sup>.

Di seguito l'elenco delle misure di *performance* adoperate nella nostra analisi:

- $$\frac{FCF}{TOTAL\ ASSETS}$$

- $$\frac{EBITDA}{TOTAL\ ASSETS}$$

- $$\frac{EBITDA}{SALES}$$

Di seguito le misure corrette per il *net working capital* (crediti commerciali + scorte – debiti commerciali) anch'esse adoperate nella analisi statistica implementata:

- $$\frac{EBITDA - \Delta WC}{TOTAL\ ASSETS}$$

- $$\frac{EBITDA - \Delta WC}{SALES}$$

---

<sup>113</sup> Come visto in precedenza nella trattazione, il MVA (market value of assets) è dato dalla somma del valore di mercato del patrimonio e del valore di libro del debito.

Per quanto concerne la prima misura di *performance* elencata, si è scelto di adoperare una misura corretta per l'industria di riferimento, così da poterla confrontare con le altre misure di performance che al contrario non sono state aggiustate per la mediana dell'Industria d'appartenenza.

#### ***4.2 Gli anni analizzati nel calcolo della performance operativa pre e post***

##### ***M&A***

Le *performance* operative sono computate in riferimento all'anno precedente ed ai tre anni successivi l'operazione di acquisizione e fusione. Alcuni Autori adoperano nel calcolo la mediana dei tre anni precedenti l'acquisizione: nel nostro caso si è preferito far riferimento unicamente all'anno precedente, a causa della mancanza di dati, per molte delle aziende selezionate, in riferimento agli anni secondo e terzo prima dell'acquisizione. Per quanto concerne la *performance* post acquisizione, si è calcolata la mediana riferita ai tre anni successivi la stessa. Il confronto tra i due valori così ottenuti permette di ottenere una prima misura della variazione di *performance* in termini assoluti. L'anno 0, cioè l'anno in cui è effettuata l'acquisizione o la fusione, è escluso e non viene utilizzato per definire le *performance* post. Infatti i costi dell'operazione impattano sui risultati dell'anno 0, condizionando la significatività di questi ultimi a confronto con gli altri anni presi in considerazione. Inoltre, i differenti metodi di contabilizzazione dell'acquisizione restituiscono risultati differenti a seconda dell'approccio *ad hoc* adoperato, non consentendo un confronto uniforme tra le varie imprese.

### 4.3 La struttura del modello

Il modello utilizzato per stimare la variazione nella *performance* operativa è il *change model*, il quale soffre meno dalla distorsione causata dalla sovrastima dei risultati tipica dell'*intercept model*. La variazione nella performance viene quindi valutata come segue:

1. Si calcola la variazione della *performance* operativa in termini assoluti come segue:

$$\Delta OP = OP_{post} - OP_{pre}$$

2. La *performance* operativa viene corretta rispetto al *benchmark* di settore (nel caso al numeratore si adoperino i FCF del periodo):

$$\Delta OP_{adjusted} = (OP_{post} - OP_{post\ adj}) - (OP_{pre} - OP_{pre\ adj})$$

3. La variazione è stata poi calcolata in 5 maniere differenti allo scopo di ottenere misure il più possibili robuste:

- $\Delta OP = OP_{anno+1} - OP_{anno-1}$
- $\Delta OP = OP_{anno+2} - OP_{anno-1}$
- $\Delta OP = OP_{anno+3} - OP_{anno-1}$
- $\Delta OP = \text{mediana}(OP_{anno+1,+2}) - OP_{anno-1}$

- $\Delta OP = \text{mediana}(OP_{\text{anno}+1,+2,+3}) - OP_{\text{anno}-1}$
- $\Delta OP = \text{media}(OP_{\text{anno}+1,+2,+3}) - OP_{\text{anno}-1}$

Le prime tre equazioni valutano la variazione della *performance* in ognuno dei tre anni successivi l'acquisizione. Le quarta e la quinta partono dalla mediana rispettivamente dei due e dei tre anni successivi e sottraendo la performance operativa nell'anno precedente l'acquisizione, ottengono un'ulteriore misura di variazione. Infine l'ultima equazione adopera la media dei tre anni successivi ( la mediana viene preferita perché isola l'effetto degli *outliers*) ai fini di un'analisi di robustezza dei risultati.

- *L'ipotesi di studio ed il test di significatività*

Il calcolo della variazione nella performance operativa consentirà di verificare la seguente ipotesi di lavoro:

**H1:** *un'operazione di acquisizione o fusione realizzata nell'area-Euro, tra il 2007 ed il 2011, dimostra di aver significativamente migliorato la performance operativa dell'acquirer nei tre anni successivi alla stessa.*

Per verificare quest'ipotesi adopereremo il *Wilcoxon signed rank test*. Questo test non parametrico ci consente di testare se il livello mediano della performance post acquisizione sia significativamente differente dal livello della

performance pre acquisizione. L'ipotesi viene inoltre testata al livello di significatività dell'1%, del 5% e del 10% di volta in volta in base al valore dei p-value e delle statistiche test registrati nei vari test implementati.

Una volta analizzata la variazione nella *performance* post M&A, si svolgeranno delle analisi univariate e multivariate su alcune delle variabili che sembra siano in grado d'influenzare significativamente le *performance* operative.

Nelle analisi multivariate si adopereranno dei modelli di regressione lineare multipla, isolando di volta in volta l'effetto della variabile d'interesse. Per quanto concerne le analisi univariate, il campione viene spezzato in due o tre sottogruppi (in riferimento al metodo di pagamento ed alla connotazione geografica), vengono nuovamente calcolate le performance operative e infine si verifica mediante il *test U di Mann Whitney*, se i cambi nelle performance sono significativamente differenti tra i diversi sottocampioni. Di seguito una sintesi il più chiara possibile sulla metodologia adoperata:

1. *studio dei confronti della performance operativa tra l'anno precedente la M&A e, rispettivamente, i tre successivi;*
2. *studio delle differenze statistiche tra i valori di total asset e livello di indebitamento rispetto al metodo di pagamento e alla tipologia di acquisizione;*
3. *analisi della relazione tra le variazioni osservate di performance operativa e le variabili precedenti l'anno del M&A.*

Per lo sviluppo dell'analisi si farà uso in particolare del test di Wilcoxon (punto 1), test di Mann-Whitney (punto 2) e della regressione lineare multipla, quest'ultima eseguita mediante ricorso alla metodologia OLS (Ordinary Least Squares).

- *In particolare l'analisi di regressione*

La descrizione della metodologia utilizzata nel presente studio della relazione tra RWA e caratteristiche delle istituzioni bancarie considerate e della situazione macroeconomica, ha origine a partire dalla seguente equazione generale:

$$y_i = \alpha + \beta_i \cdot X_i + \varepsilon_i$$

dove:

- $y_i$  è la variabile dipendente;
- $X_i$  è la variabile indipendente o regressore;
- $\alpha + \beta_i \cdot X_i$  è la retta di regressione;
- $\alpha$  è l'intercetta della retta di regressione;
- $\beta_i$  è il coefficiente angolare della retta di regressione;
- $\varepsilon_i$  è l'errore statistico;

Questo modello è stato stimato attraverso il Metodo dei Minimi Quadrati (*Ordinary Least Squares*, OLS). L'adeguatezza del Modello di Regressione Lineare è stata verificata attraverso l'implementazione di tre diversi test:

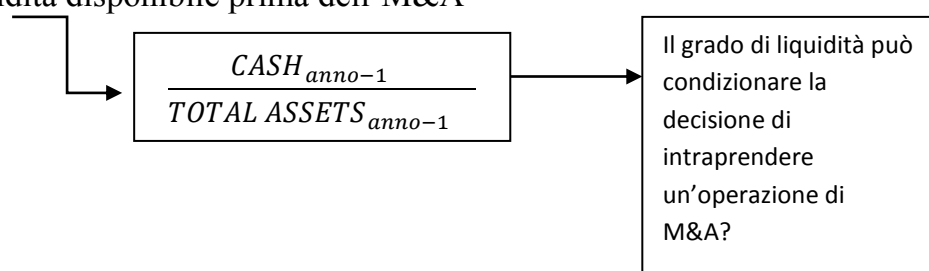
- test di Wald, il quale rifiuta l'ipotesi nulla di assenza di significatività dei parametri;
- test di Breusch-Pagan, il quale rifiuta l'ipotesi nulla di eteroschedasticità degli errori statistici.

Le variabili sulle quali incentreremo le analisi univariata e multivariata guardano alla liquidità disponibile prima dell'acquisizione per la *bidder*, al livello

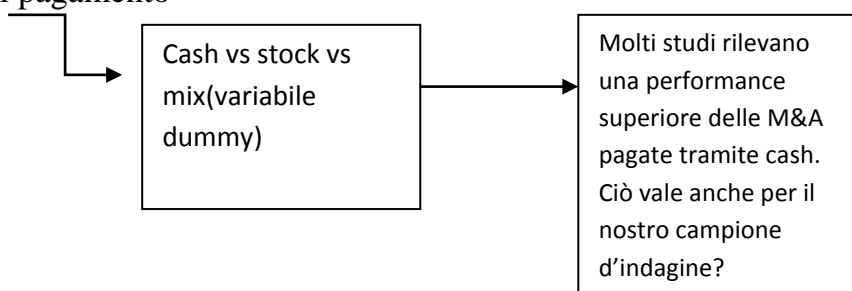


d'indebitamento precedente l'acquisizione, al livello delle sales nell'anno precedente l'acquisizione, ad i total assets sempre dell'anno precedente, al metodo di pagamento adoperato, ai limiti geografici del *deal* ed infine alla *performance* nell'anno precedente l'M&A. Nello schema a seguire elenchiamo e definiamo sinteticamente le variabili appena enunciate:

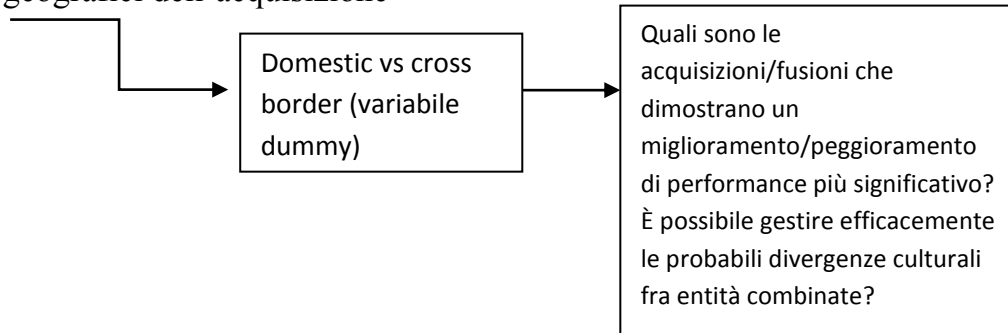
- Liquidità disponibile prima dell'M&A



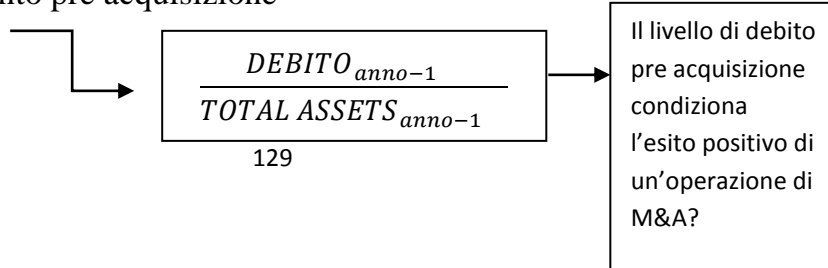
- Metodo di pagamento

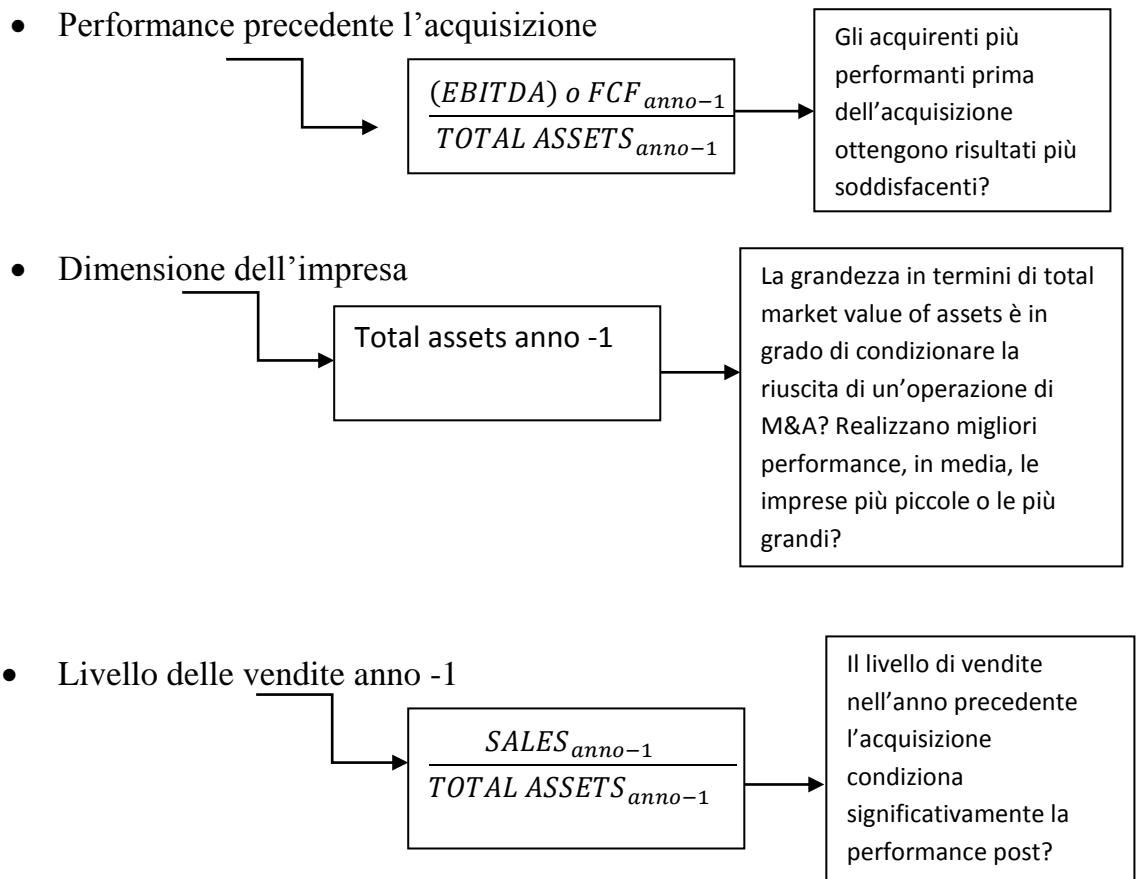


- confine geografici dell'acquisizione



- Indebitamento pre acquisizione

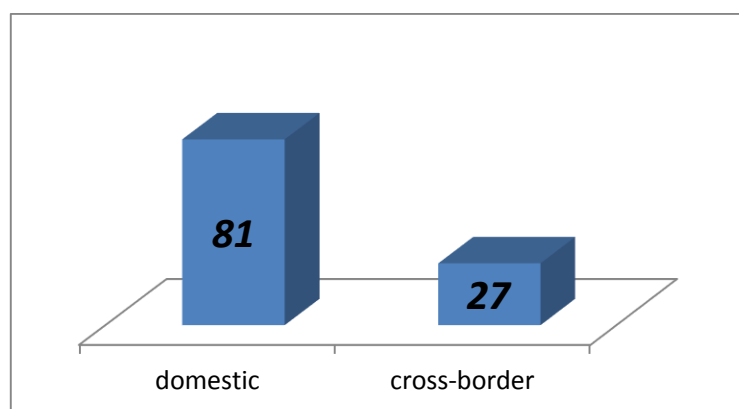




#### ***4.4 Descrizione del campione d'analisi***

Le imprese che compongono il campione d'analisi sono 108. A fronte di un campione iniziale di circa duecento aziende, a causa della mancanza di dati certi e verificati è stato necessario ridurre il numero di acquisizioni considerate. Consideriamo comunque il campione capiente e mediamente rappresentativo,

soprattutto in riferimento al volutamente ristretto arco temporale considerato e a quanto osservato nelle precedenti ricerche sul tema. Ogni *deal* ha rappresentato per l'impresa acquirente o l'acquisto del 100% del capitale azionario della *target* o, alternativamente, il rilevamento di quote azionarie tali da assicurare la maggioranza in consiglio d'amministrazione (in nessuno dei deals analizzati la quota acquisita è inferiore od uguale al 50%). Innanzi tutto è interessante osservare come la maggior parte degli accordi di fusione/acquisizione realizzati siano domestici, in sostanza *bidder* e *target* hanno entrambe sede legale nel medesimo Stato dell'area Euro analizzata.



Un quarto dei deals sono realizzati tra imprese appartenenti a due Stati diversi mentre ogni 4 deals, in media 3 sono domestici

Figura 10: domestic vs cross border deals

In figura 11 osserviamo la caratterizzazione territoriale delle varie M&A incluse nell'analisi. La Germania e la Francia risultano essere i Paesi maggiormente attivi, seguiti a debita distanza da Olanda, Belgio ed Italia.<sup>114</sup>

<sup>114</sup> Sembra dunque che i Paesi, in quegli anni, caratterizzati da economie più solide, gli stessi che premevano per la realizzazione di politiche di austerità, siano stati quelli che, relativamente al nostro campione, hanno subito meno la spirale depressiva degli investimenti ingenerata dalla crisi dei mercati finanziari.

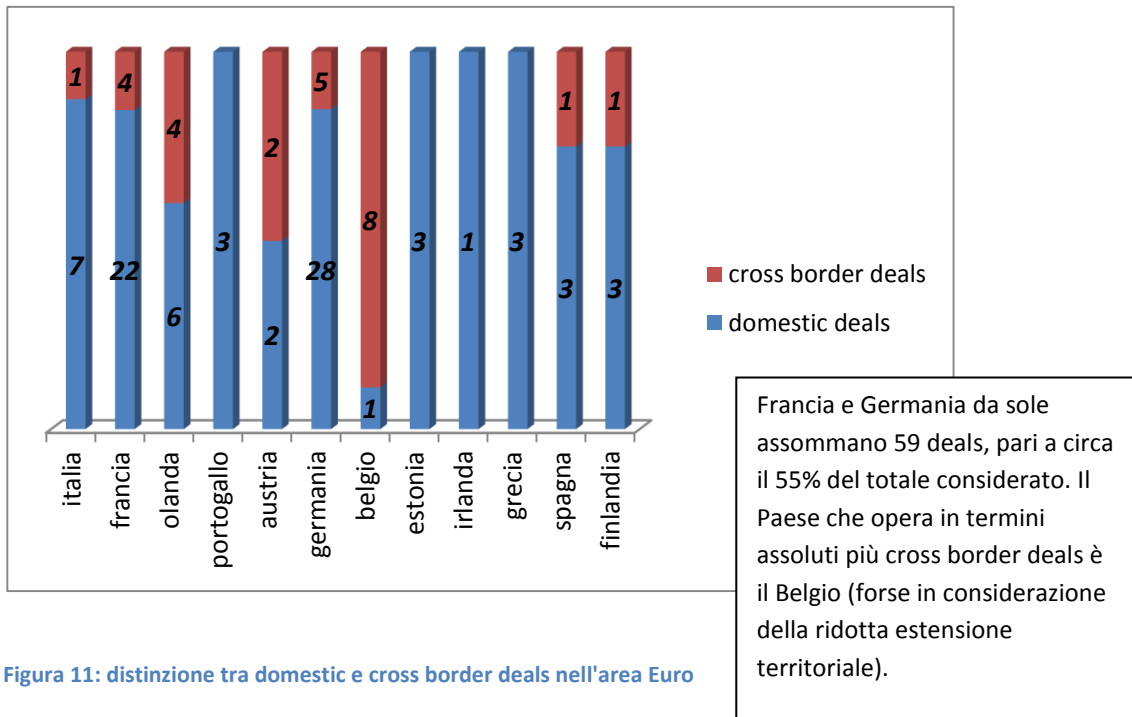


Figura 11: distinzione tra domestic e cross border deals nell'area Euro

A conferma di quanto detto precedentemente riguardo i periodi in cui si rilevano più operazioni, il 2007, con 41 operazioni, risulta essere l'anno maggiormente rappresentativo. Dal 2007 si osserva un trend decrescente che culmina nel 2009, forse insieme al 2008 l'anno più intenso della crisi finanziaria, con appena 11 deals osservati.

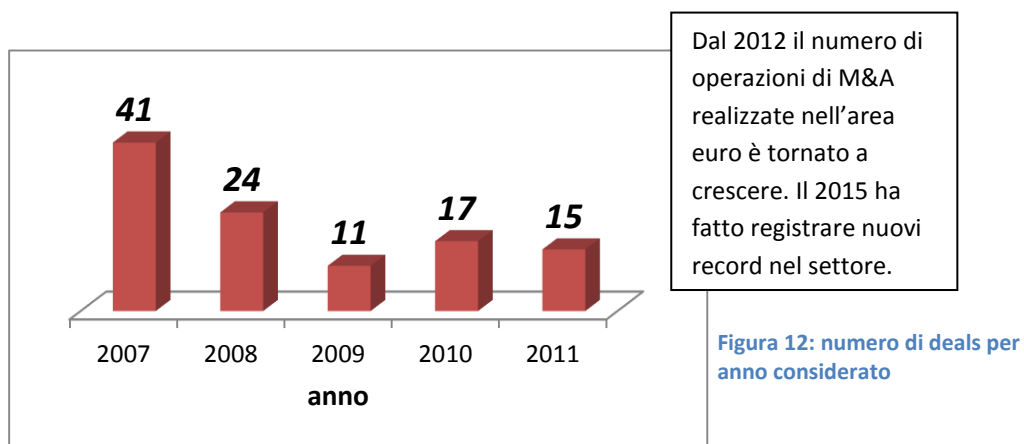


Figura 12: numero di deals per anno considerato

Per quanto riguarda il settore di appartenenza dell'acquirente, in Figura 13 si può apprezzare la netta prevalenza del settore dei servizi, seguito dal settore industriale e della manifattura. La maggior parte delle imprese acquirenti appartenenti al settore dei servizi, fa riferimento a società che operano sul web, società dedite allo sviluppo di software e tecnologie per la persona. All' interno del più ampio settore industriale sono invece la manifattura, il comparto dedicato alla produzione in serie di apparecchi digitali ed il settore alimentare quelli maggiormente rappresentativi nel campione.

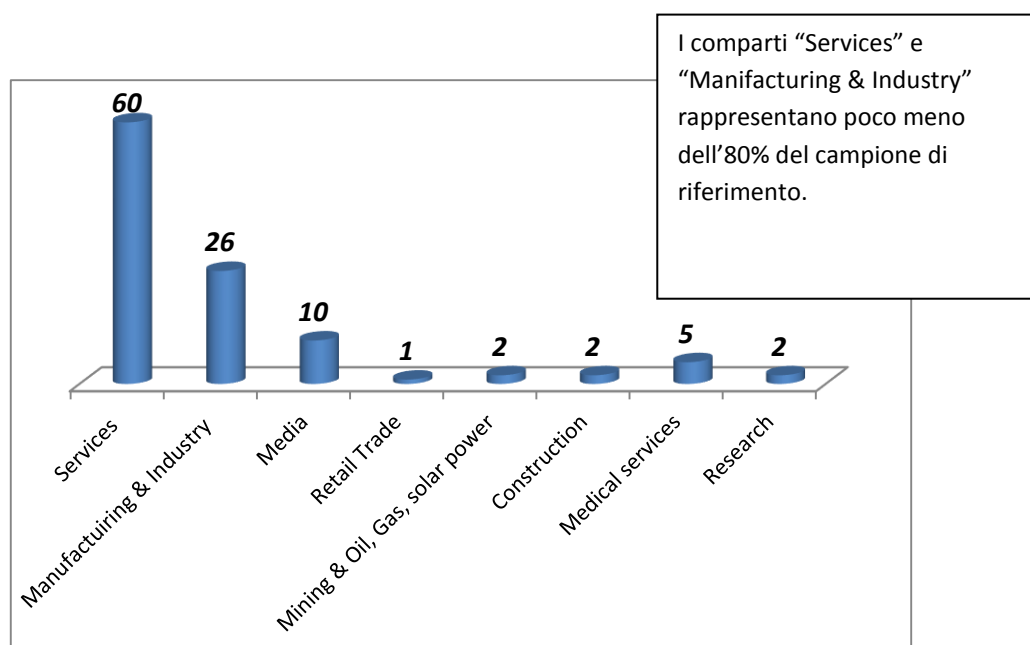


Figura 13: scomposizione del campione per ambito settoriale

Si guardi inoltre alla composizione del campione in termini di *total assets*. La maggior parte delle aziende ha un valore inferiore a 200 milioni di euro. Sono dunque le imprese medio grandi quelle più rappresentate. Raro è il caso di imprese che nell'anno precedente l'acquisizione presentino un valore di mercato totale degli *assets* superiore a 200 milioni di euro (in termini assoluti 17 imprese).

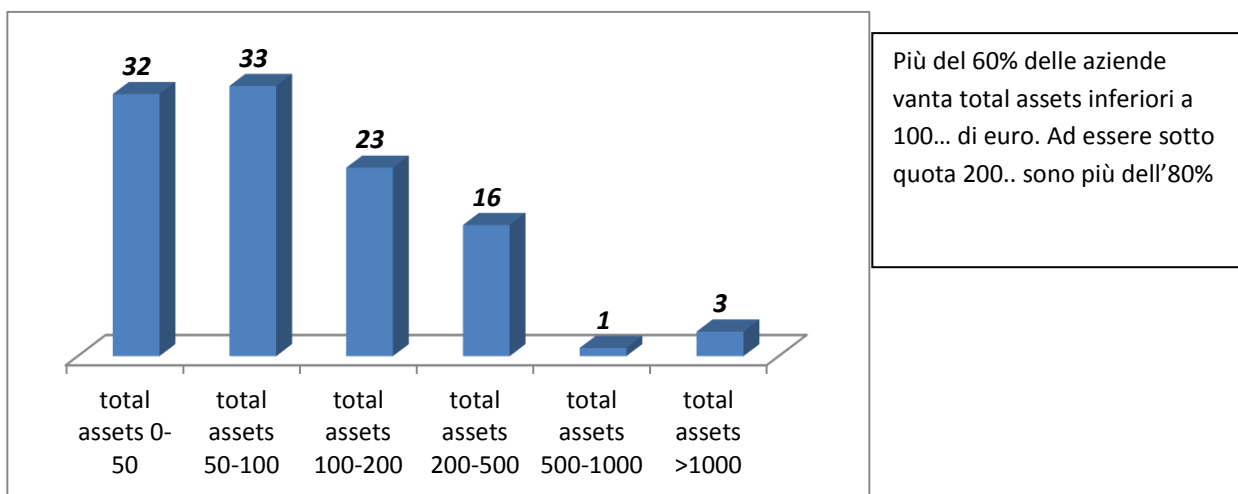


Figura 14: valore degli assets totali dell'acquirente nell'anno precedente l'acquisizione (divisione per sottogruppi)

Per quanto riguarda i *free cash flow* registrati nell'anno precedente e nei tre anni successivi l'acquisizione, la mediana del campione rimane stabile nei tre anni successivi l'M&A, partendo da un valore significativamente più basso nell'anno -1. La media dei *free cash flows* è in sensibile diminuzione nell'anno dell'acquisizione/fusione, in ripresa su livelli in leggera crescita rispetto allo status precedente l'acquisizione, nei tra anni successivi la stessa.

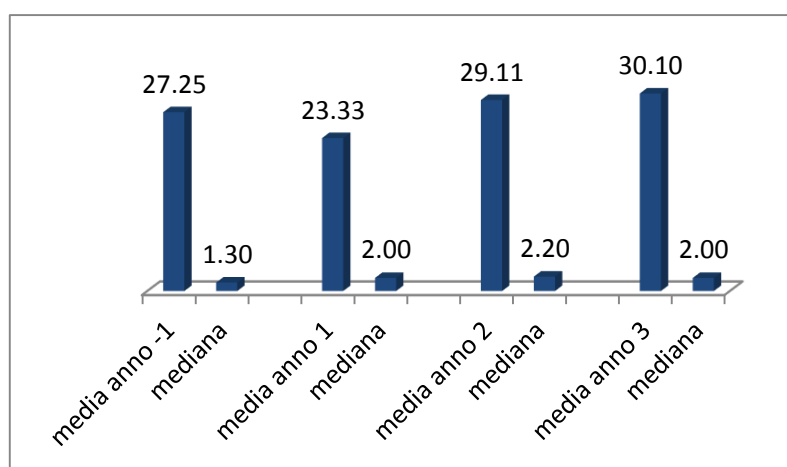
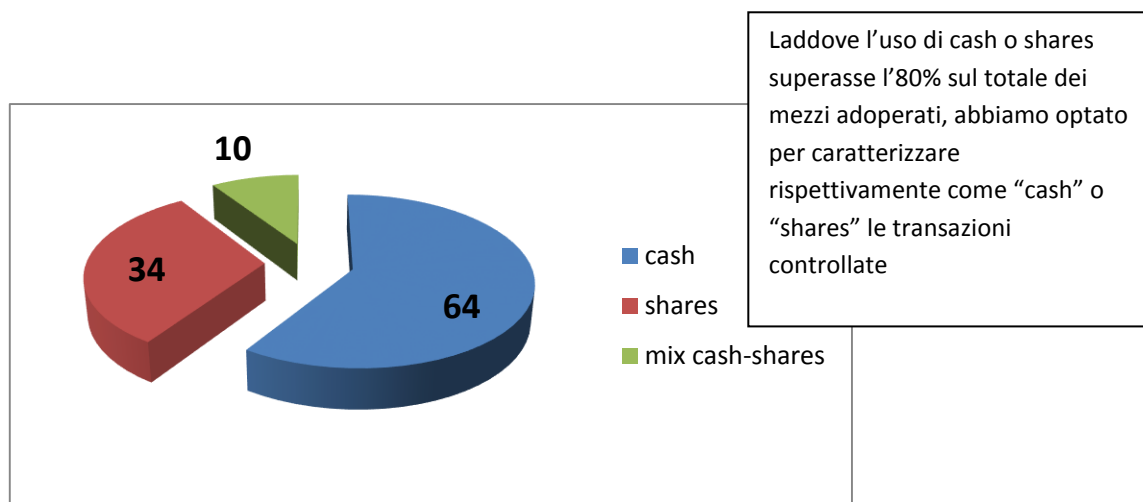


Figura 15: andamento annuale (media e mediana) degli FCF del campione

Si analizzi infine la metodologia di pagamento adoperata: quasi il 60% dei *deals* viene finanziato tramite il danaro. In letteratura da più parti si è riscontrato un maggior successo proprio in quelle operazioni realizzate tramite *cash*, rispetto a quelle concretizzate tramite cessione di quote partecipative, o scambio di azioni, tra *shareholders* della *target* e dell'*acquirer*.



Le informazioni appena fornite hanno l'intenzione di fornire un quadro generale riguardante il campione sottoposto ad analisi. Nel prossimo paragrafo andremo ad indagare i principali risultati della nostra analisi e saremo così in grado di formulare delle conclusioni il quanto più esaustive sulla ricerca impostata.

## 4.5 L'evidenza empirica

Preliminarmente si riportano le statistiche descrittive (numero di osservazioni, media, deviazione standard, valore minimo e massimo) delle seguenti variabili<sup>115</sup>:

- *EBITDA/Total Asset* (anno precedente all'operazione di M&A e i tre anni successivi);
- *EBITDA/Sales* (anno precedente all'operazione di M&A e i tre anni successivi);
- *(EBITDA- NCW)/Total Asset* (anno precedente all'operazione di M&A e i tre anni successivi);
- *(EBITDA- NCW)/Sales* (anno precedente all'operazione di M&A e i tre anni successivi);
- *Cash/Total Asset* (anno precedente all'operazione di M&A e i tre anni successivi);
- *Debito/Total Asset* (anno precedente all'operazione di M&A e i tre anni successivi).

**Tabella 1.1**

***EBITDA/Total Asset***

<b><i>Variabile</i></b>	<b><i>Obs.</i></b>	<b><i>Media</i></b>	<b><i>Dev. St.</i></b>	<b><i>Min</i></b>	<b><i>Max</i></b>
X-1	108	0,0856775	0,1034076	-0,4227405	0,3628536
X+1	108	0,0999537	0,1141723	-0,2607983	0,9455446
X+2	108	0,0743093	0,0911351	-0,3896104	0,3078261

<sup>115</sup> Al fine rendere più agevole la lettura e l'interpretazione dei risultati, a partire dal paragrafo 4.5 la numerazione delle tabelle viene ripresa partendo dal valore di 1.1



## Tabella 1.1

### *EBITDA/Total Asset*

<i>Variabile</i>	<i>Obs.</i>	<i>Media</i>	<i>Dev. St.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
X+3	108	0,093338	0,1353027	-0,3414634	0,8720539

### *EBITDA/Sales*

X-1	108	-0,1020117	2,347045	-24,16667	1,491228
X+1	108	0,0978875	0,3952205	-3,365854	1,420168
X+2	108	0,0012174	1,263579	-12,77778	2,101695
X+3	108	0,1142339	0,2856142	-1,507937	2

### *(EBITDA - NWC)/Total Asset*

X-1	108	0,1000394	0,1984605	-0,7134831	0,9255319
X+1	108	0,0989807	0,1745267	-0,7249863	1,282178
X+2	108	0,1022956	0,131254	-0,3619048	0,7921862
X+3	108	0,0847345	0,2635427	-1,317073	1,181818

### *(EBITDA- NCW)/Sales*

X-1	108	0,1756984	0,7679808	-3,21519	6,166667
X+1	108	0,138273	0,4883775	-3,348485	2,315457
X+2	108	-0,1145713	2,493206	-25,33333	1,804924
X+3	108	0,1151051	0,444267	-2,366667	1,866864

### *Cash/Total Asset*

X-1	108	0,1377595	0,1437561	0	0,8005618
X+1	107	0,1114653	0,1062719	0,000799	0,6833667
X+2	17	0,0858889	0,0843242	0,0083588	0,3017961
X+3	107	0,111232	0,1162494	0	0,647467

#### **Debito/Total Asset**

X-1	108	0,5253545	0,2163604	0,0071942	1,154839
X+1	107	0,5485658	0,2075402	0,0527307	0,970297
X+2	17	0,6157548	0,2930302	0,2349206	1,61039
X+3	107	0,557913	0,2187678	0,0394477	1,414634

#### **4.5.1 Studio dei confronti tra la performance operativa dell'anno antecedente all'operazione di M&A e i tre successivi**

Il confronto sulla performance operativa tra l'anno precedente l'operazione di M&A e i tre successivi, viene sviluppato, come accennato precedentemente nella trattazione, mediante il ricorso al test non parametrico di Wilcoxon, che, sfruttando ipotesi sulla mediana delle variabili in esame, riesce ad individuare le differenze ricercate. Il test pone come ipotesi nulla che le due variabili, di volta in volta analizzate, siano uguali in media, mentre l'ipotesi alternativa - performata mediante il ricorso al test Z - prevede la possibilità della differenza statisticamente significativa tra le medesime due.

**Tabella 2.1 - Performance Operativa (FCF/total assets)**

	<b>Performance Operativa (X + 1)</b>	<b>Performance Operativa (X + 2)</b>	<b>Performance Operativa (X + 3)</b>
<b>Performance Operativa (X - 1)</b>	-1.434 (0.1514)	-2.645 (0.0082)	-1.680 (0.0930)

#### **Performance operativa corretta (FCF/total assets)<sup>adjusted</sup>**

	<b>Performance Operativa (X + 1)</b>	<b>Performance Operativa (X + 2)</b>	<b>Performance Operativa (X + 3)</b>
<b>Performance Operativa (X - 1)</b>	-1.364 (0.1726)	-1.631 (0.1030)	-0.285 (0.7756)

**EBITDA/Total Asset**

	EBITDA/Total Asset (X + 1)	EBITDA/Total Asset (X + 2)	EBITDA/Total Asset (X + 3)
EBITDA/Total Asset (X - 1)	-0.285 (0.7756)	1.468 (0.1420)	0.365 (0.7135)

**EBITDA/Sales**

	EBITDA/Sales (X + 1)	EBITDA/Sales (X + 2)	EBITDA/Sales (X + 3)
EBITDA/Sales (X - 1)	0.717 (0.4732)	1.579 (0.1144)	0.530 (0.5959)

**(EBITDA - NWC)/Total Asset**

	(EBITDA - NWC)/Total Asset (X + 1)	(EBITDA - NWC)/Total Asset (X + 2)	(EBITDA - NWC)/Total Asset (X + 3)
(EBITDA - NWC)/Total Asset (X - 1)	0.101 (0.9194)	0.352 (0.7245)	0.748 (0.4545)

**(EBITDA - NWC)/Sales**

	(EBITDA - NWC)/Sales (X + 1)	(EBITDA - NWC)/Sales (X + 2)	(EBITDA - NWC)/Sales (X + 3)
(EBITDA - NWC)/Sales (X - 1)	0.405 (0.6858)	0.303 (0.7615)	0.895 (0.3708)

In particolare dalla seguente tabella 2.1, nella quale si precisa che il primo numero della riga riporta il valore di Z, mentre il secondo registra il valore relativo al p-Value, si registra una differenza statisticamente significativa ( $Z = -2.645$ ,  $p = 0.0082$ ) tra la performance operativa dell'anno (X-1) e quella dell'anno (X + 2) andando ad analizzare la variabile di *performance FCF/Total assets*. Una differenza solo nell'ordine del 10% si nota tra la performance operativa (X - 1) e quella dell'anno (X + 3). Questa prima analisi mette in evidenza un leggero, seppur significativo, peggioramento nella performance operativa negli anni successivi l'M&A (perlomeno per il secondo e terzo anno).

Per approfondire le differenze registrate si è osservata la variabile di performance operativa alla luce delle correzioni per il settore industriale di appartenenza delle aziende. In questo caso –  $(FCF/Total\ assets)_{adjusted}$  - si evince che la differenza statistica sopra non viene riscontrata nelle correzioni della *performance*. Andando a correggere i FCF in riferimento all'Industria di riferimento dei sottocampioni analizzati, sembrerebbe che i risultati negativi registrati in tabella 2.1 vengano leggermente alleviati, conducendo ad osservare un peggioramento, ma non rilevante in termini statistici.

L'analisi del rapporto *EBITDA/Total Asset* non ha evidenziato alcuna differenza statisticamente significativa.

Anche nel caso dell'*EBITDA/Sales* non si evidenzia alcuna significatività statistica.

Nel caso dell'*(EBITDA - NWC)/Total Asset* non si evidenzia anche qui alcuna significatività statistica così come avviene nel caso in cui si guardi alla variabile *(EBITDA - NWC)/Sales*

Nel caso in cui la variabile FCF venga corretta per la media (si veda la tabella 2.2) del settore si nota che esiste una differenza a livello del 10% tra la variabile FCF corretto (X-1) e quella (X+3).

Nel caso invece della variabile FCF corretta per la mediana del settore si riscontrano due differenze statisticamente significative: la prima relativa al confronto tra FCF corretto (X-1) e (X+2) e la seconda - a livello del 10% - tra FCF (X-1) e (X+3).

## Tabella 2.2

### *FCF corretto per la media del settore*

	FCF Corretto (X + 1)	FCF Corretto (X + 2)	FCF Corretto (X + 3)
FCF Corretto (X - 1)	-1.013 (0.3110)	-1.246 (0.2128)	-1.658 (0.0994)

### *FCF corretto per la mediana del settore*

	FCF Corretto (X + 1)	FCF Corretto (X + 2)	FCF Corretto (X + 3)
FCF Corretto (X - 1)	1.281 (0.2001)	2.382 (0.0172)	1.738 (0.0822)

Possiamo in sintesi affermare come i risultati ottenuti mediante il test non parametrico implementato non forniscano tendenzialmente dei risultati statisticamente significativi. Inoltre, se da un lato l'analisi della *performance* in riferimento ai FCF (tabella 1.1) ci suggerisce un peggioramento nella performance successiva, d'altro canto se analizziamo gli stessi risultati correggendo i FCF in riferimento alla mediana di settore, i risultati testimoniano all'opposto un miglioramento significativo nella stessa *performance* successiva. Quanto detto d'altronde non ci sorprende, soprattutto considerando le distorsioni causate dall'influenza di fattori macroeconomici che, a seconda dei casi, e relativamente al nostro campione, finiscono per influenzare evidentemente i risultati ottenuti;

non si tralasci di considerare l'effetto degli *outliers*, diverso a seconda che si adoperino la media o la mediana nel correggere per l'Industria di riferimento.

#### **4.5.2 Studio dei confronti tra le variabili considerate prima della M&A rispetto a due variabili categoriali (metodo di pagamento e tipologia di acquisizione)**

La variabile categoriale - definita metodo di pagamento - prevede tre modalità: cash, mix e shares. L'altra variabile analizzata concerne la caratterizzazione geografica del deal – domestic vs cross-border. Il test statistico utilizzato per quest'analisi è sempre di tipo non parametrico - test di Mann Whitney - e consente il confronto solo tra due gruppi (analisi univariata). Per questa ragione il test viene eseguito confrontando dapprima la modalità cash con quella mix, poi la modalità cash con quella shares ed infine la modalità mix con quella shares. Nel caso della caratterizzazione geografica del *deal*, il test è unico e confronta direttamente la modalità *domestic* con quella *cross-border*.

**Tabella 3.1**

**Confronto Cash vs Mix**

	<b>Test Z (p-Value)</b>
EBITDA/Total Asset (X-1)	-1.083 (0.2787)
Total Asset (X - 1)	-0.351 (0.7258)
Sales/Total Asset (X - 1)	-0.226 (0.8212)
Cash/Total Asset (X - 1)	1.239 (0.2153)

## Tabella 3.1

### Confronto Cash vs Mix

	Test Z (p-Value)
Debito/Total Asset (X - 1)	-2.065 (0.0389)

### Confronto Mix vs Shares

	Test Z (p-Value)
EBITDA/Total Asset (X-1)	1.064 (0.2875)
Total Asset (X - 1)	0.0000 (1.0000)
Sales/Total Asset (X - 1)	-0.259 (0.7958)
Cash/Total Asset (X - 1)	-1.179 (0.2385)
Debito/Total Asset (X - 1)	0.690 (0.4902)

### Confronto Cash vs Shares

	Test Z (p-Value)
EBITDA/Total Asset (X-1)	-0.195 (0.8450)
Total Asset (X - 1)	-0.526 (0.5987)
Sales/Total Asset (X - 1)	-0.639 (0.5228)
Cash/Total Asset (X - 1)	0.188 (0.8509)
Debito/Total Asset (X - 1)	-1.872 (0.0612)

Dall'esame della tabella 3.1 si evince che esiste una sola differenza statisticamente significativa tra modalità Cash e Mix ed è relativa alla variabile *Debito/Total Asset* ( $z = -2.065$ ,  $p = 0.0389$ ).

Scorrendo la tabella 3.1 e guardando al confronto tra mix e shares si evince che non vi è alcuna significatività statistica in riferimento ad i parametri riferiti all'anno precedente l'acquisizione.

Dalla tabella 3.1 (nel caso del confronto tra cash e shares) emerge una sola significatività statistica sul confronto della variabile *Debito/Total Asset* (X-1) tra il pagamento Cash vs Shares.

## Tabella 3.2

### Confronto Tipologia Acquisizione

	Test Z (p-Value)
EBITDA/Total Asset (X-1)	1.383 (0.1666)
Total Asset (X - 1)	0.277 (0.7820)
Sales/Total Asset (X - 1)	-0.090 (0.9284)
Cash/Total Asset (X - 1)	-0.708 (0.4791)
Debito/Total Asset (X - 1)	-0.614 (0.5389)

Dalla tabella 3.2 si evince invece come non vi sia alcuna significatività statistica. Dall'analisi univariata appena implementata non otteniamo risultati che ci indichino un condizionamento reciproco tra gli indici riferiti all'anno precedente l'M&A ed il fatto che l'operazione di acquisizione o fusione venga svolta



attraverso diversi metodi di pagamento o seguendo una direttrice di espansione domestica o *cross-border*.

Andiamo di seguito ad effettuare delle analisi di regressione multivariata le quali costituiscono l'ultimo stadio del processo di analisi implementato.

#### ***4.5.3 Analisi della relazione tra le variazioni osservate di performance operativa e le variabili precedenti l'anno dell'M&A***

Le seguenti analisi di regressione sono effettuate ponendo quali variabili dipendenti quelle relative alle variazioni osservate tra l'anno precedente all'attività di M&A e ciascuno dei tre anni successivi. Le variabili indipendenti prese in considerazione sono:

- *performance operativa (X - 1)*;
- *cash/total asset (X - 1)*;
- *debito/total asset (X - 1)*;
- *pagamento (cash, mix e shares)*;
- *geografica (domestica o cross border)*.

Tutte le regressioni sono effettuate inserendo contemporaneamente le variabili performance operativa (*FCF/total assets*), *cash/total asset* e *debito/total asset*; successivamente sono inserite le variabili dummy: rispettivamente variabile

riferita al pagamento e variabile geografica. Infine l'ultimo modello econometrico è tracciato inserendo tutte le variabili utilizzate.

Scorrendo il testo si potranno leggere direttamente le tabelle relative ai modelli di regressione che spiegano la variazione della variabile dipendente, in modo da avere un riscontro diretto sui risultati. Le tabelle relative ai modelli regressivi che non spiegano la variazione della variabile indipendente saranno poste in appendice per snellire e rendere più agevole la lettura.

#### **4.5.3.1 Studio della relazione su variazione FCF**

La tabella 4.1 mette in evidenza tre modelli econometrici implementati, quelli con variabile dipendente *FCF/total assets*, e dimostra che la variabile FCF (X-1) ha un impatto negativo sulla variazione della performance operativa tra il primo anno dopo il M&A e l'anno precedente, la cui significatività è pari al 1% ( $p < 0,001$ ). Anche la variabile Geografica ha un impatto significativo (livello del 10%) ed il suo valore è maggiore quando l'operazione è di tipo *domestica*.

Le altre variabili inserite nel modello non presentano significatività statistica. La regressione - come strumento econometrico - supera sempre il test statistico F (il valore di p-Value è sempre inferiore alla consueta soglia dello 0,05) e nel caso del modello econometrico numero (4), il valore dell' $R^2$  corretto è pari al 49,33%, rilevando così una buona bontà di adattamento.

Il modello di regressione è quindi esprimibile secondo la seguente formulazione:

$$(FCF (-1/+1))_i = -0,823 (FCF (X-1))_i - 0,012 (Cash/Total Asset (X-1))_i + 0,096 (Debito/Total Asset (X-1))_i - 0,011 (Pagamento)_i + 0,036 (Geografica)_i - 0,067$$

Il modello di regressione è inoltre protetto da eventuali problemi di eteroschedasticità, in quanto si sono opportunamente inseriti gli errori standard robusti.

**Tabella 4.1**

**Regressione Variazione FCF -1/+1**

	(1)	(2)	(3)	(4)
FCF (X-1) non aggiustata	-0,8170327*** (0,152449)	-0,8102733*** (0,1574239)	-0,830422*** (0,1481206)	-0,8229676*** (0,1527135)
Cash/Total asset (X-1)	-0,0027963 (0,069838)	0,0005361 (0,068147)	-0,0152758 (0,0688229)	-0,0122162 (0,0673088)
Debito/Total asset (X-1)	0,0933006 (0,838084)	0,1024175 (0,0823545)	0,0849432 (0,0822499)	0,0960133 (0,0810883)
Pagamento		-0,0083501 (0,0101184)		-0,0109404 (0,0098304)
Geografica			0,0325173* (0,019009)	0,0359218* (0,0184623)
Costante	-0,0242415 (0,0474762)	-0,015279 (0,0523724)	-0,0753088 (0,0590021)	-0,0689124 (0,0618186)
Test F (p-Value)	11,73 (0,0000)	9,73 (0,0000)	10,33 (0,0000)	10,31 (0,0000)
R <sup>2</sup>	47,46%	47,82%	48,73%	49,33%

**Regressione Variazione FCF -1/+2**

	(1)	(2)	(3)	(4)
FCF (X-1) non aggiustata	7,276816 (8,178745)	8,196917 (8,972276)	6,965521 (7,980427)	7,795759 (8,707625)
Cash/Total asset (X-1)	-0,3281318 (1,154319)	0,1254885 (1,130036)	-0,6182727 (1,254392)	-0,2775008 (1,144891)
Debito/Total asset (X-1)	4,8959 (4,864413)	6,136913 (6,019516)	4,701597 (4,702136)	5,934534 (5,843009)
Pagamento		-1,136635 (1,098195)		-1,218492 (1,176184)
Geografica			0,7560085 (0,7722025)	1,135176 (1,12669)
Costante	-1,70807 (1,775921)	-0,488067 (0,7606999)	-2,895353 (2,925859)	-2,182957 (2,269125)

**Regressione Variazione FCF -1/+2**

	(1)	(2)	(3)	(4)
Test F (p-Value)	0,35 (0,7875)	0,28 (0,8923)	0,27 (0,8951)	0,23 (0,9499)
R <sup>2</sup>	2,52%	3,98%	2,67%	4,31%

**Regressione Variazione FCF -1/+3**

	(1)	(2)	(3)	(4)
FCF (X-1) non aggiustata	-0,8214411*** (0,1319238)	-0,8190549*** (0,1317426)	-0,8400484*** (0,1251158)	-0,8357225*** (0,1249148)
Cash/Total asset (X-1)	0,1355941** (0,063549)	0,1367706** (0,0621107)	0,1182513* (0,0622095)	0,1200269* (0,0608473)
Debito/Total asset (X-1)	0,0872354+ (0,0534786)	0,0874539+ (0,0526549)	0,726212+ (0,0511847)	0,0790453+ (0,050051)
Pagamento		-0,0029478 (0,0121792)		-0,0063489 (0,0128492)
Geografica			0,0451896* (0,0255057)	0,0471653* (0,0274997)
Costante	-0,0366423 (0,0331441)	-0,0334783 (0,0374443)	-0,1076109* (0,0573726)	-0,103899* (0,0557571)
Test F (p-Value)	14,52 (0,0000)	10,80 (0,0000)	12,67 (0,0000)	10,29 (0,0000)
R <sup>2</sup>	44,50%	44,54%	46,86%	47,05%

L'analisi della tabella 4.1 (nel caso in cui si regredisca l'anno -1 sul +2) ci suggerisce, sulla base dei parametri ottenuti dalla regressione, che il modello di regressione non è idoneo a spiegare la relazione cercata, in quanto tutte le regressioni non superano il test F.

Riguardo la terza regressione implementata, quella che spiega la relazione tra le consuete variabili indipendenti e la variazione di FCF tra il terzo anno successivo al M&A e il precedente, mostra che esiste un'influenza negativa della variabile FCF (X-1) nella determinazione della variazione (significatività pari all'1%), un'influenza positiva rispettivamente da parte delle variabili *Cash/Total*

*Asset* (significatività al 10%), *Debito/Total Asset* (significatività pari al 10% solo sulla coda di destra) e della variabile categoriale Geografica (significatività pari al 10%). Il modello di regressione più performante è il numero (3), nel quale tutte le variabile del modello sono significative e il valore della probabilità del test F è pari allo 0,05. Il valore di  $R^2$  corretto è pari al 46,86%, mostrando una buona capacità d'adattamento ai dati da parte del modello.

#### ***4.5.3.2 Studio della relazione su variazione EBITDA/Total Asset***

La seguente tabella mostra lo studio delle relazioni tra le variazioni della variabile *EBITDA/Total Assets* e le consuete variabili indipendenti. In particolare dalla seguente tabella 4.2 si evince che il valore di FCF(X-1) ha sempre un impatto significativo (livello dell'1%) e negativo sulla dipendente, mentre le variabili Cash/Total Asset (X-1) e Geografica presentano entrambe un impatto positivo; l'ultima in particolare registra una significatività a livello del 5%. Il modello di regressione supera il test F (0,0021) e il valore dell' $R^2$  corretto è pari all'32,08%.

Lo studio della tabella 4.2, con riguardo alla seconda regressione effettuata, conferma quanto già dimostrato nella tabella precedente, anche se vi è una perdita di significatività sulle variabili Cash/Total Asset (X-1) e Geografica, lasciando inalterata la validità - già spiegata precedentemente - del modello di regressione.

Infine la terza regressione effettuata conferma i risultati già visti e mantiene i livelli di significatività e le influenze già espressi sopra.

## Tabella 4.2

*Regressione Variazione EBITDA/Total Asset -1/+1*

	(1)	(2)	(3)	(4)
FCF (X-1) non aggiustata	-0,6125616*** (0,2150078)	-0,6197607*** (0,2194926)	-0,6343416*** (0,2141625)	-0,6378817*** (0,2184091)
Cash/Total asset (X-1)	0,1789155** (0,0880205)	0,1753663** (0,0840243)	0,1586156* (0,0840031)	0,1571625* (0,0816236)
Debito/Total asset (X-1)	0,1623969 (0,1266058)	0,1526869+ (0,11832)	0,1488023 (0,01227912)	0,143545 (0,1159671)
Pagamento		0,0088933 (0,0121142)		0,0051957 (0,0115998)
Geografica			0,0528947** (0,0202163)	0,0512779** (0,0199834)
Costante	-0,0943399+ (0,0695954)	-0,1038855+ (0,0776488)	-0,177409** (0,0877394)	-0,1804467* (0,0918885)
Test F (p-Value)	4,97 (0,0029)	3,68 (0,0077)	5,16 (0,0008)	4,07 (0,0021)
R <sup>2</sup>	28,76%	29,15%	31,95%	32,08%

*Regressione Variazione EBITDA/Total Asset -1/+2*

	(1)	(2)	(3)	(4)
FCF (X-1) non aggiustata	0,5314021*** (0,0960303)	-0,5244538*** (0,0997233)	-0,5442738*** (0,0992739)	-0,5367199*** (0,1020615)
Cash/Total asset (X-1)	0,0682008 (0,0718387)	0,0716264 (0,0742147)	0,0562038 (0,0719779)	0,0593043 (0,074491)
Debito/Total asset (X-1)	0,031811 (0,0421987)	0,0411827 (0,044388)	0,0237767 (0,0423336)	0,0349946 (0,0439234)
Pagamento		-0,0085836 (0,0125745)		-0,0110865 (0,013052)
Geografica			0,0312602 (0,0243686)	0,0347101 (0,025569)
Costante	-0,0363069 (0,0283692)	-0,0270938 (0,0308691)	-0,0853998* (0,0495993)	-0,0789181* (0,0475563)
Test F (p-Value)	10,41 (0,0000)	8,44 (0,0000)	7,94 (0,0000)	7,05 (0,0000)
R <sup>2</sup>	22,91%	23,37%	24,32%	25,07%

#### Regressione Variazione EBITDA/Total Asset -1/+3

	(1)	(2)	(3)	(4)
FCF (X-1) non aggiustata	-0,5823842*** (0,1477319)	-0,5872838*** (0,1452761)	-0,6123249*** (0,1375813)	-0,6128889*** (0,136316)
Cash/Total asset (X-1)	0,1474701* (0,0808873)	0,1450546* (0,0784626)	0,119564* (0,072415)	0,1193325* (0,0715885)
Debito/Total asset (X-1)	0,023649 (0,0626092)	0,0170405 (0,0594467)	0,0049606 (0,0570289)	0,004123 (0,0546016)
Pagamento		0,0060526 (0,0135162)		0,0008278 (0,0126637)
Geografica			0,0727138* (0,0423287)	0,0724562* (0,0429605)
Costante	-0,0237983 (0,0479496)	-0,0302948 (0,054648)	-0,1379926+ (0,0944291)	-0,1384765+ (0,0963081)
Test F (p-Value)	7,25 (0,0002)	5,92 (0,0003)	10,54 (0,0000)	9,19 (0,0000)
R <sup>2</sup>	15,67%	15,80%	19,78%	19,78%

#### 4.5.3.3 Studio della relazione su variazione (EBITDA - NWC)/Total Asset

Analogamente a quanto già dimostrato in precedenza, si intende comprendere la relazione tra la variazione dell'(EBITDA - NWC)/Total Asset e le variabili indipendenti considerate dal modello regressivo (in tabella 4.3).

Scorrendo i valori del test F per tutti i modelli e per tutte le tre tabelle successive si evince la mancanza di significatività. Questo si concretizza in una incapacità del modello di regressione di spiegare lo studio con riferimento a questa variabile dipendente. Per facilitare la lettura le tabelle relative questo paragrafo sono state riportate in appendice.

#### 4.5.3.4 Studio della relazione su variazione EBITDA/Sales

Scorrendo i dati emersi in tabella 4.4 si riscontra ancora la mancanza di significatività del test F, per cui mancanza di validità del modello di regressione.

In questo caso non si possono dunque formulare delle tesi riguardo l'effetto delle variabili indipendenti analizzate su quella dipendente (*Ebitda/Sales* anno-1).

#### ***4.5.3.5 Studio della relazione su variazione (EBITDA - NWC)/Sales***

Sottraendo a numeratore il valore del capitale circolante netto, non si sono ottenuti dei risultati significativi ed attendibili; ciò appare ancora più evidente se si guarda all'  $R^2$  il quale assume valori troppo bassi per tenere in considerazione i risultati ottenuti (si veda tabella 4.5 in appendice).

Sulla base delle risultanze ottenute siamo in grado di formulare delle conclusioni, che seppur lascino aperte dei punti di domanda sulla efficacia delle operazioni di M&A messe in atto durante gli anni della crisi economica globale nell'area euro, ci danno una circostanziata risposta riguardo la convenienza e gli effetti di breve termini sulla profittabilità delle compagini aziendali interessate. Nelle conclusioni andiamo ad interpretare i risultati ottenuti dall'analisi svolta.

## ***Conclusioni***

Nella prima analisi non parametrica svolta abbiamo osservato come la performance negli anni successivi l'acquisizione subisca un peggioramento significativo, in riferimento soprattutto agli anni secondo e terzo. Nel momento in cui abbiamo corretto per la media e mediana dell'Industria di riferimento, abbiamo ottenuto risultati coerenti con quanto detto sopra nel caso della media, mentre un miglioramento di performance statisticamente significativo negli anni



+2 e +3 si è registrato nel caso si adoperi la mediana. Per quanto concerne le misure che adoperano a numeratore l'Ebitda (anche corretto per il *net working capital*), nessuno dei test riscontra differenze significative tra gli anni considerati. Ciò potrebbe tirare in ballo la rilevanza in termini di risultati finali di tutte quelle voci di bilancio che, partendo dall'Ebitda, vanno ad influenzare l'output finale relativo i flussi di cassa disponibili per l'azienda.<sup>116</sup>

Le analisi univariate non hanno rilevato dei risultati statisticamente significativi, fatta eccezione per il metodo di pagamento (*cash vs mix* e *cash vs shares*) i quali suggeriscono la preferenza delle imprese più indebitate nell'anno - 1 per l'uso delle shares come metodo di pagamento da adoperare nelle operazioni di M&A.

Infine le analisi di regressione multivariata hanno rilevato (nei modelli che hanno mostrato risultati statisticamente significativi) e confermato l'effetto negativo giocato dalle operazioni di M&A sulla variazione di *performance* nel caso in cui si guarda alle stesse nell'anno precedente l'acquisizione. Al contrario la liquidità disponibile ed il livello di indebitamento, nonché il fatto che l'operazione sia domestica, hanno tendenzialmente un impatto positivo e significativo sulla variazione di performance. Quanto detto vale sia per i modelli che adoperano come variabile dipendente *Ebitda/total assets* sia per quelli che adoperano *Fcf/total assets*. La modalità di pagamento non influisce dunque significativamente sulle misure di performance mentre le operazioni domestiche, stando ai dati, hanno performato meglio.

---

<sup>116</sup> Si pensi per esempio alle diverse politiche di ammortamento, nonché alle differenti legislazioni fiscali interne all'area Euro

Nessuna indicazione si è ottenuta riguardo l'influenza che può avere la gestione del *capitale circolante netto*, lasciando aperto in tal senso l'interrogativo sulla rilevanza della gestione dello stesso nel miglioramento/peggioramento della performance aziendale.

Questo studio ha in parte confermato i risultati ottenuti in precedenza in letteratura e, in considerazione della ristretta finestra temporale analizzata ed allo specifico campione analizzato in termini di area geografica, ha fornito una risposta indicativa ed interessante sul risultato delle operazioni di M&A cui si è guardato.

## APPENDICE

### Tabella 4.3

*Regressione Variazione (EBITDA – NWC)/Total Asset -1/+1*

	(1)	(2)	(3)	(4)
FCF (X-1) non aggiustata	-0,318423 (0,2953639)	-0,3212301 (0,3034814)	-0,3538479 (0,2800361)	-0,3518896 (0,2871564)
Cash/Total asset (X-1)	0,4231071+ (0,26461)	0,4217574+ (0,2653489)	0,3901541+ (0,2625006)	0,3909579+ (0,2627473)
Debito/Total asset (X-1)	0,0315529 (0,1457601)	0,0278602 (0,1451548)	0,0094847 (0,1456528)	0,0123928 (0,1454501)
Pagamento		0,0033821 (0,0235428)		-0,002874 (0,0231957)
Geografica			0,0858645* (0,0435239)	0,0867588** (0,0434096)
Costante	-0,0752218 (0,0959037)	-0,078852 (0,1021202)	-0,2100687* (0,1170399)	-0,2083883* (0,1205443)
Test F (p-Value)	1,10 (0,3541)	0,82 (0,5140)	1,58 (0,1864)	1,33 (0,2566)
R <sup>2</sup>	9,02%	9,04%	11,93%	11,95%

*Regressione Variazione EBITDA - NWC/Total Asset -1/+2*

	(1)	(2)	(3)	(4)
FCF (X-1) non aggiustata	0,0464889 (0,3622297)	0,0532406 (0,3628838)	0,0435561 (0,3574054)	0,0497275 (0,3581467)
Cash/Total asset (X-1)	0,0705933 (0,2897001)	0,073922 (0,2875924)	0,0678598 (0,2891523)	0,0703928 (0,2873552)
Debito/Total asset (X-1)	-0,1493284 (0,1267387)	-0,1402219 (0,124459)	-0,151159 (0,128319)	-0,1419942 (0,1261555)
Pagamento		-0,0083406 (0,0230274)		-0,0090575 (0,0230694)
Geografica			0,0071226 (0,0501385)	0,0099411 (0,0503664)
Costante	0,0708794 (0,0878382)	0,0978318 (0,0958736)	0,0596936 (0,1231827)	0,0649891 (0,1268678)
Test F (p-Value)	0,78 (0,5097)	0,59 (0,6672)	0,58 (0,6811)	0,47 (0,7975)
R <sup>2</sup>	3,23%	3,35%	3,25%	3,38%

### Regressione Variazione EBITDA - NWC/Total Asset -1/+3

	(1)	(2)	(3)	(4)
FCF (X-1) non aggiustata	-0,5381182+ (0,4201747)	-0,5210617 (0,417038)	-0,589779+ (0,4044755)	-0,5687868+ (0,3964113)
Cash/Total asset (X-1)	0,128203 (0,3254517)	0,1366121 (0,3217515)	0,0800528 (0,3237362)	0,0886691 (0,3177176)
Debito/Total asset (X-1)	-0,1992109 (0,1701369)	-0,1762054 (0,183004)	-0,2314564+ (0,1717201)	-0,2002822 (0,1821502)
Pagamento		-0,0210705 (0,0356116)		-0,030809 (0,0384423)
Geografica			0,125463* (0,0724475)	0,1350501* (0,0801169)
Costante	0,0728736 (0,1122294)	0,0954896 (0,1163974)	-0,1241613 (0,1714224)	-0,1061487 (0,1616687)
Test F (p-Value)	1,29 (0,2826)	1,15 (0,3375)	1,77 (0,1399)	1,38 (0,2367)
R <sup>2</sup>	5,57%	5,90%	8,27%	8,96%

## Tabella 4.4

### Regressione Variazione EBITDA/Sales -1/+1

	(1)	(2)	(3)	(4)
FCF (X-1) non aggiustata	-11,20361+ (7,453476)	-11,20723+ (7,495189)	-11,01945+ (7,236606)	-11,04504+ (7,290919)
Cash/Total asset (X-1)	0,1688601 (0,7656845)	0,1670768 (0,7645818)	0,3405133 (0,7484997)	0,3300079 (0,7414909)
Debito/Total asset (X-1)	-1,033687 (0,8975747)	-1,038565 (0,9108775)	-0,9187329 (0,8139284)	-0,9567421 (0,8508412)
Pagamento		0,044684 (0,0983521)		0,0375639 (0,1051563)
Geografica			-0,4472697 (0,4151983)	-0,4589587 (0,4271778)
Costante	0,7443259 (0,6369512)	0,7395298 (0,6477537)	1,446746 (1,207891)	1,424784 (1,198018)
Test F (p-Value)	0,78 (0,5064)	0,58 (0,6754)	0,62 (0,6479)	0,50 (0,7782)
R <sup>2</sup>	32,92%	32,92%	33,81%	33,84%

### Regressione Variazione EBITDA/Sales -1/+2

	(1)	(2)	(3)	(4)
FCF (X-1) non aggiustata	-6,337002+ (4,029357)	-6,336143+ (4,052099)	-6,23659+ (3,91194)	-6,248107+ (3,941734)
Cash/Total asset (X-1)	0,160329 (0,4232062)	0,1607524 (0,4233335)	0,2539174 (0,414572)	0,2491902 (0,4110739)
Debito/Total asset (X-1)	-0,5551258	-0,5539674	-0,4924509	-0,5095544

### Regressione Variazione EBITDA/Sales -1/+2

	(1)	(2)	(3)	(4)
	(0,497541)	(0,503593)	(0,4525355)	(0,4714109)
Pagamento		-0,0010609 (0,0534734)		0,0169031 (0,0574739)
Geografica			-0,2438597 (0,2270901)	-0,2491196 (0,2337653)
Costante	0,3867153 (0,3506071)	0,387854 (0,3575781)	0,7696877 (0,6612051)	0,7598053 (0,6562004)
Test F (p-Value)	0,89 (0,4485)	0,67 (0,6139)	0,71 (0,5870)	0,57 (0,7204)
R <sup>2</sup>	34,53%	34,53%	35,41%	35,42%

### Regressione Variazione EBITDA/Sales -1/+3

	(1)	(2)	(3)	(4)
FCF (X-1) non aggiustata	-12,14809+ (8,125429)	-12,17832+ (8,170712)	-11,9554+ (7,894144)	-12,00495+ (7,950758)
Cash/Total asset (X-1)	0,2545327 (0,836193)	0,2396297 (0,8289994)	0,4341275 (0,8160327)	0,4137904 (0,8022102)
Debito/Total asset (X-1)	-1,242405 (0,9962855)	-1,283176+ (1,006557)	-1,122133 (0,9071756)	-1,195714 (0,9424127)
Pagamento		0,0373425 (0,1047931)		0,072719 (0,1125827)
Geografica			-0,4679628 (0,4520793)	-0,4905913 (0,4648482)
Costante	0,8605981 (0,7000433)	0,8205166 (0,715628)	1,595516 (1,321447)	1,553 (1,311983)
Test F (p-Value)	0,81 (0,4899)	0,62 (0,6522)	0,65 (0,62599)	0,52 (0,7571)
R <sup>2</sup>	32,88%	32,90%	33,70%	33,78%

## Tabella 4.5

### Regressione Variazione EBITDA - NWC/Sales -1/+1

	(1)	(2)	(3)	(4)
FCF (X-1) non aggiustata	3,206314 (2,96504)	3,242042 (2,984037)	3,058652 (2,836058)	3,107439 (2,854098)
Cash/Total asset (X-1)	1,060508 (1,289475)	1,078122 (1,294064)	0,9228801 (1,277322)	0,9429047 (1,27553)
Debito/Total asset (X-1)	-0,1296545 (0,5471869)	-0,0814658 (0,5710264)	-0,2218218 (0,5291266)	-0,1493713 (0,5572295)
Pagamento		-0,0441356 (0,0799828)		-0,0716017 (0,082112)
Geografica			0,358611 (0,1867027)	0,3808919** (0,1899907)

## Tabella 4.5

### Regressione Variazione EBITDA - NWC/Sales -1/+1

	(1)	(2)	(3)	(4)
Costante	-0,1224566 (0,4144778)	-0,0750837 (0,4107992)	-0,6856416 (0,5542053)	-0,6437794 (0,549354)
Test F (p-Value)	1,45 (0,2336)	1,12 (0,3511)	1,34 (0,2604)	1,21 (0,3082)
R <sup>2</sup>	14,77%	14,93%	17,24%	17,65%

### Regressione Variazione EBITDA - NWC/Sales -1/+2

	(1)	(2)	(3)	(4)
FCF (X-1) non aggiustata	15,35018+ (11,76833)	15,35212+ (11,83344)	15,01293 (11,39844)	15,05577 (11,48255)
Cash/Total asset (X-1)	1,384754 (1,993838)	1,385712 (2,006155)	1,070425 (1,971355)	1,088009 (1,971467)
Debito/Total asset (X-1)	1,708659 (1,448141)	1,711282 (1,467293)	1,498157 (1,320884)	1,561776 (1,375242)
Pagamento		-0,0024024 (0,1558306)		-0,0628737 (0,1660393)
Geografica			0,8190336 (0,650358)	0,8385985 (0,6691074)
Costante	-1,412439 (1,05793)	-1,409861 (1,072637)	-2,698701 (1,920067)	-2,661941 (1,904615)
Test F (p-Value)	0,73 (0,2679)	0,55 (0,7017)	0,57 (0,6880)	0,45 (0,8121)
R <sup>2</sup>	26,79%	26,79%	28,05%	28,09%

### Regressione Variazione EBITDA - NWC/Sales -1/+3

	(1)	(2)	(3)	(4)
FCF (X-1) non aggiustata	2,108568 (2,744663)	2,083862 (2,758137)	2,009279 (2,651251)	2,000126 (2,669856)
Cash/Total asset (X-1)	0,8783743 (1,208627)	0,8661938 (1,226741)	0,7858327 (1,198432)	0,7820755 (1,211865)
Debito/Total asset (X-1)	-0,1497554 (0,5481788)	-0,1830789 (0,592573)	-0,2117292 (0,5325568)	-0,2253227 (0,5807818)
Pagamento		0,0305208 (0,0762925)		0,0134342 (0,081784)
Geografica			0,2411322 (0,180999)	0,2369517 (0,1920155)
Costante	-0,1075598 (0,3746908)	-0,1403192 (0,3556708)	-0,4862487 (0,5512488)	-0,4941031 (0,5338429)
Test F (p-Value)	0,82 (0,4870)	0,61(0,6569)	0,93 (0,5103)	0,67 (0,6497)
R <sup>2</sup>	8,30%	8,39%	9,55%	9,57%

## INDICE BIBLIOGRAFICO

Acharya, Gottshalg, Hahn, Keoe, *Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity*, New York University - Leonard N. Stern School of Business, February 17, 2010

Agrawal, A., Jaffe, J., Mandelker, G., 1992. *The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly*. *Journal of Finance* 47, 1605-1621

Barber, Lyon *Detecting abnormal operating performance, the empirical power and specification of test statistics*, *Journal of financial economics* 41 (1996), 359-399

Berger, Ofek *Diversification's effect on firm value* *Journal of financial economics* 37 (1995), 39-65

Bianchi L., *Il giudizio di Congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il sole 24 Ore, 2002.

Birkinshaw, Bresman, Hakanson *Managing the post acquisition process: how the human integration and task integration processes interact to foster value creation*, *Journal of management studies* 37:3 May 2000

Catwright, Shoenberg *Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities* *British Journal of Management* Volume 17, Issue S1, pages S1-S5, March 2006

Chang, *Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns* *The journal of finance*, april 1998

Clark, Ofek *Mergers as a means of restructuring distressed firms: an empirical investigation* *Journal of financial and quantitative analysis*, vol.29, no.4, December 1994

Comment and Jarrell, *Two tier tender offers: the imprisonment of the free-riding shareholder*, unpublished manuscript

Conca, *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*. Egea, Milano, pp. 91-92

Damodaran, *Valutazione delle aziende*, edizioni Apogeo (2006)

Eckbo, B.E., R.M. Giammarino, and R.L. Heinkel. *Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers* // Review

Erickson, Wang *Earning Management by acquiring firms in stock for stock Mergers*, *Journal of accounting and Economics*, 27(1999), 149-176

Fuller, K., J. Netter and M. Stegemoller. 2002. 'What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions'. *The Journal of Finance* 57(4): 1763-1793

G.E.Osculati, «Strapagare è pericoloso», *Milano Finanza*, 30 ottobre 1999

Ghosh, A., Lee, C.J., 2000. *Abnormal returns and expected managerial performance of target firms*. Financial Management, Forthcoming

Ghosh *Does operating performance really improve following corporate acquisitions?* *Journal of corporate finance*, no.2, june 2001, 151-178

Gordon, Shapiro: *Capital Equipment analysis. The required rate of profit*, *Management Science*, Ottobre 1956.

Gugler, Mueller, Yurtoglu e Zulenher: *The determinants of merger waves*, University of Vienna, department of Economics, 72, A-1210

Gugler, Mueller, Yurtoglu, Zulehner, *The effects of mergers: an international comparison*. *International Journal of industrial organization* 21, 625 – 653

Hansen, Robert S., and Claire Crutchley, 1990, *Corporate earnings and financing: An empirical analysis*, *Journal of Business* 63, 347-371

Harford, "Corporate Cash Reserves and Acquisitions" *Journal of Finance* December 1999, pp. 1969-97

Haspeslagh, P. and Jemison, D. (1991) *Managing Acquisitions*. Free Press, New York

Healy, Palepu, Rubak *Does corporate performance improve after mergers?* Nber paper working series, no. 33478, National bureau of economic research (1990)

Heron, Lie *Operating performance and the method of payment in takeovers*, *Journal of financial and quantitative analysis*, vol.37, no.1, Marzo 2002

Hymer *The international operations of National firms: a study of direct foreign investment* The MIT press, London, 1976



Huang, Walkling *Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements: Payment, Acquisition Form, and Managerial Resistance*, Journal of Financial Economics Vol.19, pp.329-349, 1987

Jensen, *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers* American economic review , 2 maggio 1986, pag. 323-329

John G. Matsusaka, 1993, *Takeover Motives during the Conglomerate Merger Wave*, RAND Journal of Economics, The RAND Corporation, vol. 24(3), pages 357-379, Autumn

Kang, N. and S. Johansson (2000), *"Cross-Border Mergers and Acquisitions: Their Role in Industrial Globalisation"*, OECD Science, Technology and Industry Working Papers, 2000/01, OECD Publishing

Lakonishok, Shleifer, Vishny *Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk* The journal of finance, December 1994

Lang, Stulz *Tobin's q, Corporate Diversification, and firm performance* Journal of political economy, 1994, vol.102, no.6

Linn, S., Switzer, J., 2001. *Are cash acquisitions associated with better post combination operating performance than stock acquisitions?* Journal of Banking and Finance 25, 1113–1138.

Mara Monti, *Fusioni globali al record storico* tratto da il Sole 24 ore, 1-12-2015

Martynova, Oosting, Renneboog: *The long term operating performance of European mergers and acquisitions*, Finance Working Paper, no. 137/2006.

M.Sabine, *Alta finanza aziendale*, Milano, IPSOA, 1989

Myers, Majluf *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have* Journal of financial economics, 13 (1984), 187-221

M.J.NEEDHAM, A.M.ROUSE, G.COLOMBO, in M.L. ROCK (a cura di), *Fusioni e acquisizioni. Aspetti strategici, finanziari, organizzativi*, Milano, McGraw-Hill, 1990

Moeller, Shlingemann, Stulz, *Do acquirers of acquiring firms gain from acquisition?* NBER, working paper no. W9523 Ohio State University, 2003

Morck, Shleifer & Vishny, *Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?* 45 JOURNAL OF FINANCE 31 (March 1990)

Mueller, *The determinants and effects of mergers:an International comparison*. Cambridge, Mas, 1980

M.Zollo, J.Reuer, *Esperience Spillovers Accross Corporate Development Activities*

Nadolska, A.M. & Barkema, H.G. (2014) *Good learners:how top management team affect behavior and performance of acquisitions*. Strategic Management Journal, 35 (10), 1483-1507

Penman, S., 1991. *An evaluation of accounting rate of return*. Journal of Accounting, Auditing & Finance 6, 233–255

Powell, Stark *Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks* Journal of corporate finance (2005), 293-317

Puranam, Singh, Zollo, *A bird in the hand or two in the bush? Integrations trade.off in technology grafting acquisitions*, European management journal, Vol.21, n.2, pp. 179-184, 2003

Rahman, R.A. and Limmack, R.J. (2004). *Corporate acquisitions and the operating performance of Malaysian companies*. Journal of Business Finance & Accounting 31, 359-400.

Rau, Vermaelen *Glamour value and the post acquisition performance of acquiring firms*, Journal of Financial Economics 49 (1998) 223

Roll, *The hubris hypothesis of corporate takeovers* The journal of business, vol.59, no.2, part.1 (April 1986), 197-216

Romano, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation*, 9 YALE JOURNAL OF REGULATION 119 (1992).

Seth, Song, Pettit *Value creation and destruction in cross-border acquisitions: an empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms*, Strategic Management Journal, pag. 921-940, October 2002

Sharfstein, Stein *The dark side of internal capital markets: divisional rent-seeking and inefficient investment*, The journal of the American finance association, December 2000

Shimizu et al. *Theoretical foundations of cross-border M&A*, Journal of international management, vol.10, pag. 307-53, 2004

Shleifer, A and R.W. Vishny, *Takeovers in the 60s and 80s: Evidence and Implications*. Strategic Management Journal, 12 (1991): 51-5

Sliwotzky e Wise, *The Growth Crisis-and how to escape it*, Harvard Business Review, Financial analysis, July 2002

Snichelotto, Pegoraro, *Le operazioni di m&a come strumento di vantaggio competitivo*, 30-01-2009, Rivista n.3 Febbraio 2009

Stigler, G. *Monopoly and Oligopoly power by merger*. American Economic Review, 40 (1950): 23-34

Stigler, *Monopoly and Oligopoly by Merger*, 40 AMERICAN ECONOMIC REVIEW (May 1950), reprinted in THE ORGANIZATION OF INDUSTRY (1968)

Switzer, J., 1996. *Evidence of real gains in corporate acquisitions*. Journal of Economics and Business 48, 443–460

T.Ubertazzi, *Il processo di acquisizione di imprese*, Padova, CEDAM, 2008, p. 175 e ss

Yeh, T.M. and Hoshino, Y. (2002). *Productivity and operating performance of Japanese merging*

*firms: Keiretsu-related and independent mergers*. Japan and the World Economy 14, 347-366.

Zollo, Leshchinskii *Can firms learn to acquire? Do market notice?* INSEAD, blvd. De Constance, Fontainbleu 77305, France

## RIASSUNTO DELLA TESI

Partiamo dal considerare la finalità ultima del progetto di tesi: analizzare se le operazioni di M&A realizzate nell'arco temporale compreso tra il 2007 ed il 2011 hanno contribuito a migliorare/peggiore la performance operativa delle imprese appartenenti al campione (108 aziende).

La tesi è stata concepita in 4 capitoli; di seguito elencheremo sinteticamente il contenuto di ciascuno di essi.

Si inizia, nel primo capitolo, con la definizione di acquisizione e con la definizione contestuale di fusione<sup>117</sup>, elencandone le differenze e le comunanze, facendo perno sulla necessaria visione di un'operazione di M&A come straordinaria. Non si dimentichi d'altronde come le operazioni di acquisizione o fusione rappresentino sostanzialmente delle scelte d'investimento, che devono essere perciò ponderate relativamente al contesto macroeconomico nel quale ci si muove e relativamente alla prospettive, eventuali, di crescita della nuova entità *in nuce*.

Sempre nel primo capitolo, la trattazione prosegue con l'elencazione delle diverse tipologie di M&A. in particolare s'individuano operazioni di tipo

---

<sup>117</sup> Il termine acquisizione (*acquisition*) individua il processo tramite il quale una società, la *bidder*, acquisisce una porzione maggioritaria o comunque il controllo totale di un'altra società (solitamente) chiamata *target*

Nel processo di fusione (*merger*) due o più società uniscono le proprie forze ed integrano le proprie strutture (manageriali, tecnologiche e gestionali, fisiche etc.) al fine di formare una nuova società. A fusione ultimata, la proprietà della nuova società è condivisa dagli originari azionisti delle due imprese che intraprendono tale operazione.

verticale, operazioni orizzontali ed operazioni conglomerali.<sup>118</sup> Un particolare focus viene fatto sull'ultima tipologia elencata, vista la sua crescita esponenziale nelle ultime decadi e considerando le sue implicazioni in termini di diversificazione ed ampliamento del concetto di brand. Il paragrafo relativo le tipologie di M&A si chiude con un'ulteriore distinzione tra operazioni amichevoli ed operazioni ostili (*friendly vs hostile takeovers*) ed andando a guardare sinteticamente a quanto rilevato in letteratura, sempre relativamente alle tipologie di M&A.

Il successivo paragrafo allegato al primo capitolo ha l'intenzione di rendere edotto il lettore riguardo le varie ondate di M&A succedutesi a partire dal 1983 per culminare ai giorni nostri (2014/2015). Interessante in questa sede è annotare il nuovo slancio osservato nel 2015 relativamente all'attivismo sul fronte M&A. Basti pensare che fu proprio il 2007, l'anno immediatamente precedente alla crisi dei mercati finanziari, quello che vide gli ultimi records sul fronte M&A. Ad oggi, a fronte della relativa stabilizzazione del contesto economico e finanziario, si registra un nuovo e preponderante impulso nell'attività di M&A, evidente sintomo

---

<sup>118</sup> *Operazioni verticali*: tra imprese che occupano posizioni differenti nella *supply chain* e sono dunque legate da una relazione cliente/fornitore

*Operazioni orizzontali*: il riferimento è ad accordi che hanno luogo tra imprese appartenenti lo stesso settore. In tal modo è possibile aumentare la quota di mercato, andando talvolta ad acquisire un diretto *competitor*.

*Operazioni conglomerate*: stavolta le imprese appartengono a business differenti. Il principale beneficio ricercato da una società che attua tale operazione è da rintracciare nella diversificazione, ossia nella diminuzione della volatilità relativa il portafoglio di attività gestite, elemento che va di pari passo con il minor rischio percepito dal Mercato in riferimento alla nuova entità.

di una riacquistata fiducia nell'efficacia e nell'efficienza allocativa di capitali e risorse utili per nuovi e crescenti investimenti.

Il primo capitolo si chiude con l'analisi delle principali motivazioni alla base di un'operazione di acquisizione o fusione. Senza entrare troppo nel dettaglio, elencheremo di seguito quelle che in letteratura vengono individuate essere le tre fondamentali (per maggiori dettagli si rimanda alla tesi stessa):

- *Strategiche*: nel caso l'obiettivo sia il miglioramento del posizionamento competitivo nonché la re-focalizzazione del proprio *core business*.
- *Economiche*: in caso si vogliano ridurre i costi, migliorare la performance degli utili e/o ottenere un *rating* più soddisfacente ed incrementare il *free cash flow* disponibile da investire.
- *Fiscali*: per chi, tramite operazioni internazionali, desidera ridurre l'imposizione fiscale<sup>119</sup>. Si guarda inoltre ai benefici di tipo fiscale ulteriori che l'operazione può apportare. Basti pensare alla possibilità di utilizzare le perdite pregresse della società incorporata per ridurre l'onere tributario complessivo della società incorporante. Inoltre, va sottolineato come il

---

<sup>119</sup> Si prenda ad esempio la recente acquisizione da parte dell'azienda farmaceutica americana Pfizer della compagnia, anch'essa farmaceutica Allergan. Per Pfizer uno degli aspetti positivi chiave della trattativa è che porterà notevoli vantaggi fiscali. La struttura di fusione trasformerà la Pfizer in una controllata indiretta di Allergan, società con sede a Dublino, con una bassa pressione fiscale. Il mix di risparmio fiscale, unito con la liquidità ottenuta tramite l'acquisizione, si stima possa portare Pfizer a notevoli tassi di crescita nel medio-lungo termine.

possedere liquidità in eccesso, oltre a fornire motivazioni di carattere finanziario all'effettuazione di operazioni di M&A, può consentire al compratore di ridurre la base imponibile alleggerendo così il proprio carico fiscale. Altro beneficio può derivare dalle mutate dimensioni aziendali le quali possono permettere alla nuova compagine societaria d'avere un rapporto di indebitamento (mezzi di terzi/mezzi propri) più elevato e dunque di usufruire maggiormente della deducibilità degli interessi passivi dal reddito imponibile.

Di seguito l'elenco degli ulteriori moventi analizzati nella tesi:

- Miglioramento dell'efficienza;
- Miglioramento performance della target;
- Benefici finanziari e fiscali;
- Espropriazione degli stakeholders;
- Effetti sul potere di mercato;
- Ottenimento di skills tecnologiche più velocemente rispetto al caso di produzione interna;
- Bramosia e/o alterigia del management;
- Market timing;
- Domanda e pressioni per la crescita;
- Ristrutturazione delle imprese in difficoltà;
- Intercettamento delle potenziali sinergie.

Una volta introdotto più nel dettaglio l'argomento di cui si tratta, nel secondo capitolo si è guardato alle varie fasi tramite le quali il processo di M&A si sviluppa.

Si è parlato innanzi tutto della così detta analisi strategica preventiva: in questa fase iniziale il processo di acquisizione deve trovare una collocazione quanto più coerente con i *desiderata* dell'acquirente e precisa nella definizione di modalità sostenibili di realizzazione. A tal fine sarà di vitale importanza il concepimento di una corretta impostazione strategica la quale solitamente si concretizza nell'affidare ad una figura professionale (perlopiù *advisor* e consulenti a vario titolo) l'esame del settore di riferimento e dell'ambiente competitivo in cui l'acquirente intende ricercare e contattare aziende potenzialmente appetibili.

Successivamente si sono analizzati fattori critici che aiutano nella scelta della giusta target da parte della società potenzialmente acquirente: i fattori cui guardare con attenzione sono stati la durata delle singole fasi del processo ed i tempi, stimabili, per la conclusione dello stesso. Inoltre negli stadi iniziali il fattore critico preponderante sia rappresentato dalla correttezza della visione strategica di fondo, in riferimento alla sostenibilità della sua realizzazione ed alla tempistica (programmata) necessaria al suo completamento; il tutto va poi confrontato con l'interesse mostrato nei confronti di specifiche *targets*, guardando alla bontà delle scelte fatte nella loro selezione. Sempre relativamente alla target, il discorso è stato sinteticamente espanso parlando della grandezza relativa degli assets, della tipologia di target (growth vs value firm) e dei potenziali di crescita insiti nella target vista come entità *stand-alone*.



Proseguendo nell'analisi del processo di M&A, si è descritta la fase di valutazione dell'operazione, andando ad elencare brevemente le principali metodologie adoperate a tal fine.<sup>120</sup> In particolare, relativamente al metodo DCF ed al metodo dei multipli, si sono riportati degli esempi tramite formule e descrizione del significato delle stesse.

La fase successiva attiene la negoziazione, quella propedeutica alla realizzazione finale del deal. Solitamente sono le società esterne di consulenza, le quali individuano i potenziali candidati, che ricevono il compito di curare le prime trattative con le *targets* più appetibili. L'alternativa a questo meccanismo può consistere nell'individuazione di interlocutori privilegiati e di persone che, per svariati motivi, godono della fiducia del *management* e degli azionisti di *target* ed *acquirer*. Una volta avviati i primi contatti, le *targets* selezionate vengono ulteriormente filtrate contestualmente ai primi contatti innescati in fase di contrattazione. I fattori da considerare in questa fase hanno perlopiù a che fare con le sinergie concretamente realizzabili, la valutazione sulla reale probabilità di addivenire ad un accordo, la stima del prezzo probabile, nonché gli aspetti critici da superare, anche guardando avanti all'integrazione post acquisizione.

Con l'avanzare del progetto di fusione/acquisizione, il rapporto fra le controparti viene ulteriormente formalizzato per il tramite di quella che in gergo viene chiamata lettera di confidenzialità (*confidentiality agreement*<sup>121</sup>). In tal modo lo stato d'avanzamento della trattativa viene più chiaramente esplicitato,

---

<sup>120</sup> Si pensi all'uso del metodo del discounted cash flow o al metodo dei multipli.

assieme con un inquadramento formale dell'operazione, senza però inoltrarsi prematuramente nella definizione di dettagli operativi. La lettera di confidenzialità ha il compito di puntualizzare ed illustrare alcune delle variabili maggiormente sensibili nel processo di acquisizione tra le quali:

- 4) *Gli accordi di standstill*: le parti s'impegnano a non intrattenere negoziati con terzi per un determinato periodo di tempo;
- 5) Problemi attinenti *l'insider trading*, il quale può rivelarsi particolarmente dannoso nel caso in cui la società *target* sia quotata in Borsa;

L'obbligo di esclusiva, ovvero l'obbligo del venditore di non procedere ad altre trattative per un periodo di tempo definito *a priori*.

Sarà infine la così detta due diligence a convogliare gli intenti e le prospettive attuabili mediante l'operazione di acquisizione o fusione in programma.

Con riguardo alla fase di negoziazione si sono aperte delle parentesi riguardo il calcolo del rapporto di cambio e riguardo il metodo di contabilizzazione dell'operazione (si rimanda alla tesi per ulteriori dettagli).

Ultima fase analizzata, stavolta con l'ausilio delle risultanze provenienti dalla letteratura, è stata quella della integrazione delle strutture. La fase d'integrazione ha una rilevanza strategica notevole: l'integrazione può rappresentare un catalizzatore per il cambiamento, da perseguire secondo una logica dell'*immediate change opportunity*. Il Mercato stesso risulta essere storicamente molto reattivo agli annunci, prima che alla realizzazione, delle operazioni di M&A. Si riscontra il più delle volte un aumento dei valori di Borsa delle società operanti

un'acquisizione o fusione: ciò è spesso correlato alla previsione fatta dal Mercato di un netto e prevedibile miglioramento delle *performances*, soprattutto in riferimento al concepimento di nuove opportunità e strategie, altrimenti non perseguibili non sottostando all'unione delle forze di due o più compagini aziendali.

Alla luce di quanto esposto nel secondo capitolo, siamo ora pronti per indagare i fattori e le criticità ascrivibili alla realizzazione, nonché al calcolo, della *performance* operativa successiva l'integrazione fra le strutture. Il prossimo capitolo, il terzo, ci fornisce dunque una base concettuale e tecnica per apprezzare consapevolmente i risultati raggiunti sul campione d'analisi di imprese dell'area euro (periodo 2007-2012), conclusione e reale concretizzazione del progetto di tesi.

In particolare il terzo capitolo concentra l'analisi sulla gestione della fase post integrazione, andando a guardare anche ad i risultati ottenuti in letteratura (soprattutto in riferimento alle imprese europee), mentre nella seconda parte del presente capitolo valuta le principali metodologie adoperate per il calcolo della *performance* operativa post acquisizione, anche qui andando a guardare alle principali metodologie adoperate in letteratura.

Con riferimento alle principali determinanti della performance operativa post M&A, si è argomentato diffusamente riguardo la differenza tra operazioni finanziate tramite cash e quelle finanziate tramite azioni, si è fatta una distinzione riguardo i risultati ottenuti in letteratura laddove si guardi ad operazioni

domestiche piuttosto che ad operazioni *cross-border*, si sono analizzati il livello di liquidità e di indebitamento dell'acquirente.

Successivamente si è argomentato riguardo le diverse misure di performance operativa adoperate in letteratura e sono stati elencati vantaggi e svantaggi di ognuna delle misure descritte. A tal riguardo si è riportata una tabella che elenca le diverse misure adoperate in letteratura, andando a distinguere tra studi che rilevano un miglioramento significativo nella performance operativa post M&A, analisi che non trovano differenza significative tra gli anni precedenti e quelli successivi in termini di performance operativa ed infine lavori che riscontrano un peggioramento nella performance operativa post M&A. Di seguito la tabella cui ci si riferisce:

<i>Autori</i>	<i>Periodo</i>	<i>Mercato</i>	<i>Grand. Camp.</i>	<i>Misura di performance</i>	<i>Deflatore</i>	<i>Benchmark</i>	<i>Performance pre m&amp;a</i>	<i>Change (c) o intercept</i>	<i>Conclusione</i>
<i>Studi che documentano un miglioramento nella performance operativa post acquisizione</i>									
Powell & Stark (2005)	1985-1993	UK	191	(3) Pre-tax CF (4) "Pure" CF (incl. cambiamenti in WC)	(5) MV Assets (6) Adj. MV Assets (7) BV Assets (8) Sales	(3) Industry (4) Industry, Size and Pre M&A performance	A e T	C + I	La performance post acquisizione mediana cresce
Rahman & Limmack (2004)	1988-1992	Malaysia	113	"Pure" CF (incl. cambiamenti in WC)	BV Assets	Industry and Size	A e T	C + I	La performance operativa dei cash flows cresce
Heron & Lie (2002)	1985-1997	US	859	Utile operative	Sales	(3) Industry (4) Industry e Pre M&A performance	Solo A	C	La performance operative cresce dopo l'M&A
Linn & Switzer (2001)	1967-1987	US	413	Pre-tax CF	MV Assets	Industry	A e T	C	I cash flows post acquisizione crescono
Parrino & Harris (1999)	1982-1987	US	197	Pre-tax CF	Adj. MV Assets	Industry	Nessuno	Altro	La performance post acquisizione migliora

Switzer (1996)	1967-1987	US	324	Pre-tax CF	MV Assets	Industry	A e T	C + I	La performance post migliora nei 5 anni successivi l'acquisizione
Healy, Palepu & Ruback (1992)	1979-1984	US	50	Pre-tax CF	Adj. MV Assets	Industry	A e T	C + I	I cash flows op. aumentano dopo la fusione
Moeller & Schlingemann (2004)	1985-1995	Acquirenti US	2,362*	Pre-tax CF	MV assets	Industry	solo A	I	Negativo (ma non significativo) cambiamento nella performance dei CF dopo la fusione; bidders Cross-border performano peggio dei domestici
Gugler, Mueller, Yurtoglu & Zulehner (2003)	1981-1998	World	2,753	(3) EBIT (4) Sales	Non scalato	Industry	Nessuno	Altro	I profitti post acq. Sono superiori a quanto previsto (perlopiù significativamente); Sales sono minori di quanto previsto (perlopiù signific.)
<i>Studi che documentano nessun cambiamento nella performance operativa post acquisizione</i>									
Sharma & Ho (2002)	1986-1991	Australia	36	"Pure" CF (incl. cambiamenti in WC)	(5) BV Assets (6) BV Equity (7) Sales (8) Nr. shares	Industry e Size	A e T	C + I	Cambiamenti non signif. Nella perform. post acquisizione
Ghosh (2001)	1981-1995	Mondo	315	Pre-tasse CF	Adj. MV Assets	Industry, Size e Pre-event performance	A e T	C + I	Cambiamenti non signif. nella perf. op. a seguito M&A
Herman & Lowenstein (1988)	1975-1983	US Offerte ostili	56	(3) Utile netto (4) EBIT	(3) BV Equity (4) Capital	Nessuno	Solo A	C	Bidder's return on capital (ROC) decresce; ROE cresce.

<b>Continua</b>									
<b>Autori</b>	<b>periodo</b>	<b>Mercato</b>	<b>Grand. Camp.</b>	<b>Misura di performance</b>	<b>deflatore</b>	<b>benchmark</b>	<b>Performance pre M&amp;A</b>	<b>Change (C) or Intercept</b>	<b>Conclusione</b>
Mueller (1980)	50s, 60s, 70s	Belgio, Germania, UK, US, Francia, Olanda, Svezia	Differente a seconda del Paese	Profitti al lordo delle tasse	BV Assets	Industry e Size	Nessuno	Altro	Belgio, Germania, UK e US: incremento profittabilità post acq.; Francia, Olanda, e Svezia: declino nella profittabilità
Lev & Mandelker (1972)	1952-1963	US	69	(3) Utile netto (4) Utile operativo	(5) BV Assets (6) BV Equity (7) Nr di azioni (8) Sales	Industry e Size	A e T	C	Utile netto/assets cresce signif. Per le imprese acquirenti; altre misure di performance senza cambiamenti significativi
Lev & Mandelker (1972)	1952-1963	US	69	(3) Utile netto (4) Utile operativo	(5) BV Assets (6) BV Equity (7) Nr di azioni (8) Sales	Industry e Size	A e T	C	Utile netto/assets in crescita signif. Per imprese acquirenti; altre misure di performance senza cambiamento significativo
<i>Studi che documentano un deterioramento nella performance post acquisizione</i>									

Kruse, Park, Park & Suzuki (2002)	1969-1992	Giappone	46	CF al lordo delle tasse	(3) Adj. MV Assets (4) Sales	Industry e Size	A e T	C + I	Decline nei cash flows; comunque le fusioni aumentano positivamente e generalmente la performance
Yeh & Hoshino (2001)	1970-1994	Giappone	86	(3) Utile netto (4) Utile operativo	(3) BV Equity (4) BV Assets	Industry	Solo A	Altro	Significativo declino nel ROA e nel ROE dopo la fusione; M&As che coinvolgono imprese indipendenti non denotano declino un declino successivo
Dickerson, Gibson & Tsakalotos (1997)	1948-1977	UK	1,443**	Profitti al lordo delle tasse	Net assets	Industry	Solo A	Altro	Declino significativo nel ROA dell'acquirente
Clark & Ofek (1994)	1981-1988	US distressed targets	38	EBITD	Sales	Industry	A e T	C	Declino della perf. operativa nei tre anni successive al deal
Meeks (1977)	1964-1972	UK	223	Profitti al lordo delle tasse	Net assets	Industry	A e T	C	Profittabilità post fusione decisamente più scarsa rispetto a quella precedente
Hogarty (1970)	1953-1964	US	43	EPS e Capital gains	Nr. di azioni	Industry	Solo A	Altro	La performance d'investimento dell'acquirente si deteriora dopo l'M&As

Il quarto ed ultimo capitolo ha riguardato l'analisi empirica svolta sul campione nostro campione d'analisi.

Si sono descritte le metodologie di calcolo ad hoc adoperate, la procedura di matching implementata, la scelta fatta relativamente alla specifica misura di *performance*, l'arco temporale di valutazione, la struttura del modello, l'ipotesi di lavoro formulata ed i test statistici adoperati per la finalizzazione dell'analisi.

Per un'analisi approfondita rimandiamo al lavoro di tesi, di seguito ci limitiamo ad elencare le misure di performance adoperate nella nostra analisi e

successivamente l'ipotesi formulata contestualmente all'analisi di significatività statistica implementata:

- $$\frac{FCF}{TOTAL\ ASSETS}$$

- $$\frac{EBITDA}{TOTAL\ ASSETS}$$

- $$\frac{EBITDA}{SALES}$$

Di seguito le misure corrette per il *net working capital* (crediti commerciali + scorte – debiti commerciali) anch'esse adoperate nella analisi statistica implementata:

- $$\frac{EBITDA - \Delta WC}{TOTAL\ ASSETS}$$

- $$\frac{EBITDA - \Delta WC}{SALES}$$

Per quanto concerne la prima misura di *performance* elencata, si è scelto di adoperare una misura corretta per l'industria di riferimento, così da poterla confrontare con le altre misure di performance che al contrario non sono state aggiustate per la mediana dell'Industria d'appartenenza.

L'ipotesi di lavoro:

**H1:** *un'operazione di acquisizione o fusione realizzata nell'area-Euro, tra il 2007 ed il 2011, dimostra di aver significativamente migliorato la performance operativa dell'acquirer nei tre anni successivi alla stessa.*

Concluderemo il riassunto della tesi andando ad elencare i principali risultati ottenuti a seguito dell'analisi svolta sul nostro campione (ricordiamo che si tratta di un campione di 108 aziende le quali tra il 2007 ed il 2011 sono state partecipate di operazioni di M&A internamente all'area Euro).

Nella prima analisi non parametrica svolta abbiamo osservato come la performance negli anni successivi l'acquisizione subisca un peggioramento significativo, in riferimento soprattutto agli anni secondo e terzo. Nel momento in cui abbiamo corretto per la media e mediana dell'Industria di riferimento, abbiamo ottenuto risultati coerenti con quanto detto sopra nel caso della media, mentre un miglioramento di performance statisticamente significativo negli anni +2 e +3 si è registrato nel caso si adoperi la mediana. Per quanto concerne le misure che adoperano a numeratore l'Ebitda (anche corretto per il *net working capital*), nessuno dei test riscontra differenze significative tra gli anni considerati. Ciò potrebbe tirare in ballo la rilevanza in termini di risultati finali di tutte quelle voci di bilancio che, partendo dall'Ebitda, vanno ad influenzare l'output finale relativo i flussi di cassa disponibili per l'azienda.<sup>122</sup>

---

<sup>122</sup> Si pensi per esempio alle diverse politiche di ammortamento, nonché alle differenti legislazioni fiscali interne all'area Euro



Le analisi univariate non hanno rilevato dei risultati statisticamente significativi, fatta eccezione per il metodo di pagamento (*cash vs mix* e *cash vs shares*) i quali suggeriscono la preferenza delle imprese più indebitate nell'anno - 1 per l'uso delle shares come metodo di pagamento da adoperare nelle operazioni di M&A.

Infine le analisi di regressione multivariata hanno rilevato (nei modelli che hanno mostrato risultati statisticamente significativi) e confermato l'effetto negativo giocato dalle operazioni di M&A sulla variazione di *performance* nel caso in cui si guarda alle stesse nell'anno precedente l'acquisizione. Al contrario la liquidità disponibile ed il livello di indebitamento, nonché il fatto che l'operazione sia domestica, hanno tendenzialmente un impatto positivo e significativo sulla variazione di performance. Quanto detto vale sia per i modelli che adoperano come variabile dipendente *Ebitda/total assets* sia per quelli che adoperano *Fcf/total assets*. La modalità di pagamento non influisce dunque significativamente sulle misure di performance mentre le operazioni domestiche, stando ai dati, hanno performato meglio.

Nessuna indicazione si è ottenuta riguardo l'influenza che può avere la gestione del *capitale circolante netto*, lasciando aperto in tal senso l'interrogativo sulla rilevanza della gestione dello stesso nel miglioramento/peggioramento della performance aziendale.

Questo studio ha in parte confermato i risultati ottenuti in precedenza in letteratura e, in considerazione della ristretta finestra temporale analizzata ed allo specifico campione analizzato in termini di area geografica, ha fornito una

risposta indicativa ed interessante sul risultato delle operazioni di M&A cui si è guardato.

