



Dipartimento: Impresa e Management

Corso: Corporate Governance and Internal Audit

## **Analisi sulla relazione tra Ownership Structure e M&A**

**Relatore**  
**Professor Giovanni Fiori**

**Candidato**  
**Ludovica Barraco**  
**Stud. ID 670781**

**Correlatore**  
**Professor Simone Scettri**

**Anno Accademico: 2016-2017**

## Premessa

In questo elaborato si cercherà di analizzare se esista o meno una correlazione tra il grado di concentrazione proprietaria e la probabilità di essere oggetto di operazioni di acquisizione o fusione.

Proveremo a comprendere se e come la struttura proprietaria sia in grado di condizionare le scelte in ambito di M&A.

Verranno definiti i concetti principali a proposito di *ownership* ed M&A e solo a scopo esemplificativo saranno richiamati alcuni studi a proposito delle relazioni che possono intercorrervi.

Empiricamente saranno analizzate tutte le operazioni di acquisizione e fusione intercorse tra il 2006 ed il 2016 in diversi Paesi appartenenti a diversi continenti.

I risultati mostreranno come negli USA, in Olanda e nei Paesi Scandinavi siano oggetto di tali operazioni prevalentemente società ad azionariato diffuso, come invece in Italia e Portogallo interessino imprese mediamente concentrate, e come in Francia e Germania siano caratterizzate da forte concentrazione proprietaria, non si potrà dire nulla in merito alla Spagna.

---

## Indice

<b>1. INTRODUZIONE</b> .....	<b>4</b>
<b>2. GLI ASSETTI PROPRIETARI</b> .....	<b>5</b>
<b>2.1 La separazione tra proprietà e controllo</b> .....	<b>6</b>
<b>2.2 La struttura della proprietà: concentrazione e azionariato diffuso</b> .....	<b>9</b>
2.2.1 Approccio politico, giuridico e finanziario .....	10
2.2.2 L'identità dell'azionista di controllo .....	14
2.2.3 La relazione tra concentrazione azionaria e performance aziendale.....	16
<b>2.3 Proprietà, strategia e governance</b> .....	<b>17</b>
<b>2.4 Proprietà e modelli di imprese</b> .....	<b>20</b>
2.4.1 La dimensione aziendale e la dispersione della struttura azionaria .....	21
2.4.2 Le forme giuridiche alternative alla società di capitali "classica" .....	22
2.4.3 Il controllo e l'influenza rilevante esercitati dallo Stato .....	23
2.4.3 Il tipo e l'intensità delle relazioni tra imprese.....	24
<b>3. LE OPERAZIONI DI M&amp;A</b> .....	<b>26</b>
<b>3.1 Cenni storici sulle M&amp;A: cinque grandi ondate</b> .....	<b>27</b>
<b>3.2 Le motivazioni</b> .....	<b>30</b>
<b>3.3 Tipologie e finalità</b> .....	<b>32</b>
<b>3.4 Il <i>cross-border</i> M&amp;A: il ruolo geografico nelle operazioni</b> .....	<b>34</b>
<b>4. ALCUNI STUDI SULLE RELAZIONI TRA ASSETTI PROPRIETARI E OPERAZIONI DI M&amp;A</b> .....	<b>36</b>
<b>4.1 Le imprese familiari e le decisioni di M&amp;A</b> .....	<b>36</b>
<b>4.2 L'evoluzione della proprietà familiare</b> .....	<b>38</b>
<b>4.3 La proprietà nelle mani degli amministratori</b> .....	<b>42</b>

---

<b>4.4</b>	<b>Gli azionisti sovrapposti.....</b>	<b>42</b>
<b>4.5</b>	<b>La proprietà statale e gli effetti istituzionali sulla creazione di valore.....</b>	<b>44</b>
<b>4.6</b>	<b>Statutory Board Diversity, Demographic Diversity e proprietà.....</b>	<b>46</b>
<b>4.7</b>	<b>Uno sguardo all'Europa.....</b>	<b>48</b>
<b>5.</b>	<b>UN'ANALISI EMPIRICA.....</b>	<b>49</b>
<b>5.1</b>	<b>Il campione.....</b>	<b>49</b>
<b>5.2</b>	<b>I risultati.....</b>	<b>54</b>
5.2.1	Gli Stati Uniti.....	54
5.2.2	La Francia.....	55
5.2.3	L'Italia.....	56
5.2.4	La Germania.....	57
5.2.5	La Spagna.....	58
5.2.6	Il Portogallo.....	60
5.2.7	L'Olanda.....	61
5.2.8	La Svezia.....	62
5.2.9	La Finlandia.....	63
<b>6.</b>	<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>65</b>
<b>7.</b>	<b>RIFERIMENTI.....</b>	<b>71</b>
<b>8.</b>	<b>RIASSUNTO.....</b>	<b>79</b>

---

## 1. INTRODUZIONE

Nel primo capitolo verrà definito il concetto di *ownership*, sarà affrontato il problema della separazione tra proprietà e controllo e verranno esaminate le diverse strutture proprietarie. Vedremo come la proprietà possa influenzare la *performance*, la strategia e la *governance* di un'impresa.

Il capitolo successivo si occuperà di definire le M&A, descriverne le motivazioni e rappresentarne le tipologie e le finalità.

Nel terzo capitolo, a scopo puramente esemplificativo, verranno richiamati alcuni studi in merito alle relazioni tra la struttura proprietaria e le decisioni o gli effetti delle operazioni di M&A.

Il cuore di questa tesi si articolerà nel quarto capitolo, attraverso un'analisi univariata, cercheremo di verificare se esista o meno una certa correlazione tra il grado di concentrazione proprietaria e la possibilità di esser oggetto di operazioni di fusione o acquisizione. Saranno analizzate tutte le società oggetto di tali operazioni tra il 2006 ed il 2016 e i dati verranno estrapolati dal database Bureau VanDijck – Zephyr.

Nel capitolo conclusivo si esporrà quanto emerso da disamina e si cercherà di effettuare un'analisi comparativa dei risultati ottenuti nei diversi Paesi.

Emergerà come nei paesi di stampo anglo-sassone, quindi negli USA, in Olanda e nei Paesi Scandinavi siano oggetto di acquisizione e fusione prevalentemente società ad azionariato diffuso, in Italia e Portogallo società mediamente concentrate e in Germania e Francia invece società a forte concentrazione proprietaria. Non si potrà dire nulla in merito alla Spagna.

---

## 2. GLI ASSETTI PROPRIETARI

L'assetto proprietario è una variabile d'impresa complessa che può essere definita come “la distribuzione dei diritti di proprietà tra i vari soggetti che partecipano alla vita dell'istituto<sup>1</sup>”.

Per diritto di proprietà si intende sia il diritto/dovere di governo dell'istituto, ossia il diritto di prendere le decisioni aziendali, sia il diritto/dovere di godere dei risultati aziendali.

Spesso questi due diritti non risultano in capo al medesimo soggetto.

Da ciò deriva una delle problematiche più rilevanti in materia di *ownership*, ossia la separazione tra proprietà e controllo.

Un altro punto di fondamentale importanza è l'analisi delle caratteristiche che sembra incidano maggiormente sulla struttura proprietaria, ovvero:

- la realtà storica, culturale, politica e giuridica delle Nazioni
- la tipologia e la stabilità dei proprietari delle imprese.

Si ritiene che queste variabili siano le più rappresentative per un'analisi esaustiva delle motivazioni per la quale si sono diffuse nel mondo due tipologie di assetti proprietari: la concentrazione e l'azionariato diffuso<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> A. ZATTONI (a cura di), *Corporate governance*, Collana Management, vol. 10, Egea, Milano, 2006, pp. 146-147.

<sup>2</sup> Fonte: <http://www.giappichelli.it/stralci/3481603.pdf>

---

## 2.1 La separazione tra proprietà e controllo

Il problema della separazione dei ruoli tra coloro che assumono le decisioni aziendali ed i soci/azionisti che di fatto sono i proprietari dell'azienda è sempre stato al centro della letteratura riguardante la *corporate governance*.

Il primo ad evidenziare la problematica connessa alla separazione tra proprietà e controllo fu Adam Smith nel 1838<sup>3</sup>, tuttavia il primo contributo significativo si deve al lavoro di Berle e Means<sup>4</sup> che, nel 1932, per primi teorizzarono la separazione tra proprietà e controllo tipica dell'impresa capitalistica, notando come nelle imprese il ruolo dell'investitore sia separato da quello dell'imprenditore; dalla pubblicazione degli studi di Jensen e Meckling (1976) il problema del potere e della discrezionalità del *management* comincia ad essere considerato come un problema di agenzia<sup>5</sup>. La disgiunzione della proprietà dal controllo dà luogo a un rapporto di agenzia fra un delegante (principale), l'azionista, e un delegato (agente), colui che gestisce effettivamente l'impresa. Tale relazione diviene problematica al verificarsi di due condizioni: l'incertezza e l'asimmetria informativa. Essendo l'azionista un *outsider*, si trova in una situazione di naturale inferiorità rispetto al manager, che è un *insider* negli affari aziendali e, come tale, ha informazioni sulla situazione dell'impresa di cui l'azionista minoritario non dispone (asimmetria informativa). Nulla garantisce che le decisioni assunte dal delegato siano quelle ottimali per il delegante. Essendo inoltre i compiti dell'agente difficilmente standardizzabili o indipendenti da variabili

---

<sup>3</sup> "...the directors of such companies [joint stock companies] however being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance [as if it were their own]". v. SMITH A., *The wealth of the Nations*, Ward Lock, London, 1838. Citazione ripresa da MALLIN C. A., *Corporate governance (second edition)*, Oxford University Press Inc., New York, 2007, p. 13.

<sup>4</sup> BERLE A. A. – MEANS G. C., *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York, 1932.

<sup>5</sup> C. MONTEFIORI, *La corporate governance e gli amministratori indipendenti. Le società quotate a controllo pubblico*, Aracne, 2009, p. 20

---

esogene, è molto difficile che il suo operato non venga condizionato da eventi al di fuori del proprio controllo (incertezza).

La presenza di asimmetria informativa e di incertezza determinano i costi di agenzia, tali costi non possono essere in alcun modo eliminati, ma semplicemente minimizzati.

Nel caso di proprietà diffusa nessun azionista è in grado di controllare l'operato del manager, questi può non solo compiere scelte sbagliate, ma anche perseguire disegni di potere impiegando discrezionalmente le risorse societarie. Gli azionisti non hanno modo di esprimersi sulla convenienza di progetti di espansione e di acquisizioni realizzati con il ricorso a fondi interni o all'indebitamento, in alternativa a una maggiore distribuzione di utili o a minori oneri da indebitamento, non sono in grado di esercitare una efficace azione di monitoraggio, sia per mancanza di informazione, sia perché si manifesta un problema detto "di azione collettiva", in quanto ogni azionista minoritario certamente beneficia di iniziative di controllo assunte da altri, ma, da solo, non ha mezzi e incentivi sufficienti ad assumerle.

I problemi indicati vengono almeno in parte risolti quando un azionista di controllo, o quanto meno con una partecipazione rilevante, essendo titolare di una quota rilevante dei diritti sul reddito dell'impresa (*security benefits*), internalizza i costi e i benefici delle decisioni aziendali. La condivisione con tutti gli altri soci dei vantaggi del controllo riduce il costo del monitoraggio, e quindi il costo complessivo d'agenzia. In questo caso, tuttavia, l'azionista di minoranza deve sopportare altri costi, secondo parte della letteratura "il problema di agenzia principale nelle grandi aziende di tutto il mondo è quello di limitare l'espropriazione degli azionisti di



---

minoranza da parte degli azionisti di controllo<sup>6</sup>”. In virtù del controllo esercitato su una società, infatti, i soci di maggioranza ottengono i cosiddetti benefici privati del controllo; esistono diverse tipologie di benefici: può trattarsi di benefici condivisi con gli altri azionisti, come il monitoraggio sulla gestione; benefici che, pur se non condivisi, non sono tali da danneggiare gli altri azionisti, come il potere ed il prestigio; ed infine, invece, benefici che danneggiano gli altri azionisti, quali l’appropriazione indebita di una frazione di reddito o di ricchezza dell’impresa.

Le forme intermedie fra proprietà diffusa e concentrata possono esaltare o mitigare i problemi di cui sopra. Il *trade-off* fra più attento monitoraggio e maggiori benefici privati peggiora decisamente qualora il controllante riesca a ridurre il rapporto fra quota di proprietà e quota di controllo. Nelle strutture piramidali, grazie alle quali un soggetto che abbia maggioranza proprietaria in una società a monte riesce indirettamente a controllare una società a valle, il rapporto fra diritti di controllo e diritti ai dividendi è tanto più alto quanto più lunga è la catena, questo fenomeno prende il nome di “leva azionaria”. Si configura in questo caso una struttura errata di incentivi, poiché, mentre permane l’opportunità di appropriazione di benefici privati a danno degli azionisti di minoranza della società controllata a valle, si riduce lo stimolo al monitoraggio, poiché sono minori i *security benefits* del controllante.

Quando invece ad un azionista di maggioranza relativa si affianchi un altro azionista forte, in grado di controllare il primo, il *trade-off* migliora, poiché il secondo socio vincolerà la libertà di azione del primo<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> La Porta et al. (1998)

<sup>7</sup> L. SPAVENTA, *Struttura proprietaria e corporate governance*, Università degli Studi di Macerata, Macerata, 2002

---

## 2.2 La struttura della proprietà: concentrazione e azionariato diffuso

Berle e Means, nello studio del 1932, sostengono che «parallelamente alla concentrazione del potere economico si sia manifestata, come conseguenza e allo stesso tempo come causa di essa, una sempre maggiore dispersione del possesso delle azioni». Secondo i due studiosi nell'arco di un secolo metà delle società, incluse nella lista delle duecento grandi del 1919, sarebbero state ancora rappresentate nella lista, dieci direttamente e novanta come fuse in quelle stesse dieci. Le previsioni di Berle e Means non si sono in realtà avverate. Numerosi studi affermano infatti che la concentrazione complessiva nelle più grandi imprese industriali sia rimasta assai stabile. Mentre l'evoluzione storica ha disatteso l'ipotesi di concentrazione del potere economico introdotta nei loro studi, si è assistito effettivamente ad una vera e propria polverizzazione dell'azionariato nelle imprese statunitensi. Tale caratteristica permane in dette imprese, ma con rilevanza minore, infatti in studi più recenti Gadhoum e altri hanno osservato che, nel 2005, il 59.74% delle "US corporations" hanno azionisti di controllo<sup>8</sup>. A differenza di quanto preannunciato dagli autori, inoltre, la polverizzazione azionaria non risulta essere la forma più diffusa a livello mondiale, in Europa continuano a prevalere forme basate su proprietà personale-familiare, statale e bancaria<sup>9</sup>.

Se si analizzano diversi paesi industrializzati ci si imbatte in modelli societari estremamente variegati, nei casi anglosassoni la proprietà delle imprese quotate risulta particolarmente frammentata, mentre al contrario in paesi come Italia e

---

<sup>8</sup> Tratto da: Y. GADHOUM - L.H.P. LANG - L. YOUNG, *Who control US?*, in *European financial management*, vol. 11, issue 3, 2005, pp. 339-363.

<sup>9</sup> Tratto da A. COLLI, *Corporate governance e assetti proprietari. Genesi, dinamiche e comparazioni internazionali*, Marsilio, Venezia, 2006, p. 42.

---

Germania le imprese sono caratterizzate da forte concentrazione azionaria<sup>10</sup>.

Si è quindi cercato di individuare quali siano i tratti distintivi che portino una nazione a propendere per la concentrazione azionaria, per la polverizzazione o per soluzioni ibride o intermedie, che si adattino al meglio alla realtà delle imprese nazionali. La scelta, come premesso, dipende fondamentalmente da due variabili:

- la realtà storica, culturale, politica e giuridica delle Nazioni;
- la tipologia e la stabilità dei proprietari delle imprese.

### **2.2.1 Approccio politico, giuridico e finanziario**

Secondo Mark Roe sono ragioni di ordine storico e politico a spiegare gli assetti proprietari societari. Mettendo in rapporto la macropolitica di una nazione con la microstruttura dell'impresa è possibile delineare i tratti distintivi che portano alla creazione di una proprietà diffusa o concentrata.

Secondo Roe ciò che determina la concentrazione o diffusione della proprietà e quindi la scelta di strumenti e organi di corporate *governance*, è la capacità o meno di attuare nella nazione una socialdemocrazia, intesa come la capacità del governo di soddisfare o meno le richieste esercitate dagli *stakeholder*<sup>11</sup>.

Laddove la socialdemocrazia è risultata nel tempo fortemente radicata (paesi dell'Europa occidentale), la *public company* si è rivelata precaria, debole ed incapace di dominare; dove la socialdemocrazia è apparsa debole (USA), la diffusione della proprietà della grande impresa ha potuto aver inizio.

Roe, in un'analisi statistica volta a spiegare la sua teoria politica, collocando le nazioni esaminate su una scala che va dall'estrema sinistra all'estrema destra, negli

---

<sup>10</sup> A. COLLI, *op. cit.*, 2006, p. 39.

<sup>11</sup> M. ROE, *La public company e I suoi nemici*, Il Sole 24 Ore, 2004.

---

anni 1980-1991, e successivamente ordinando le stesse su una scala che va dalla proprietà più concentrata a quella più diffusa, nell'anno 1995, osserva che la correlazione tra le due scale risulta significativa.

La politica sembrerebbe spiegare il 39% della differenza di concentrazione di proprietà. Tra le imprese che hanno governi socialdemocratici, e concentrazione proprietaria elevata risultano in particolare l'Austria e la Svezia; poi Australia, Italia, Francia, Finlandia e Norvegia.

Stati Uniti e Regno Unito risultano invece i maggiori fautori di governi di destra e di imprese *public company*, seguite da Giappone e Canada<sup>12</sup>.

Secondo l'autore, quindi, la politica determina o influenza i mercati dei capitali e le istituzioni finanziarie, i mercati e le istituzioni del management e i mercati e le istituzioni del lavoro.

Secondo l'approccio c.d. *law and finance*, è il contesto legislativo di un paese ad esercitare un forte condizionamento sulla struttura proprietaria e di *governance* delle imprese. La Porta ed altri studiosi<sup>13</sup>, sottolineano come il grado di tutela degli investitori risulti determinante nelle scelte degli assetti proprietari dell'impresa.

Gli autori analizzano i contesti giuridici di diversi paesi industrializzati rilevando in particolare:

- le diverse metodologie di regolamentazione, *common law* o *civil law*;
- la tipologia di diritto in capo agli azionisti individuando diversi indicatori.

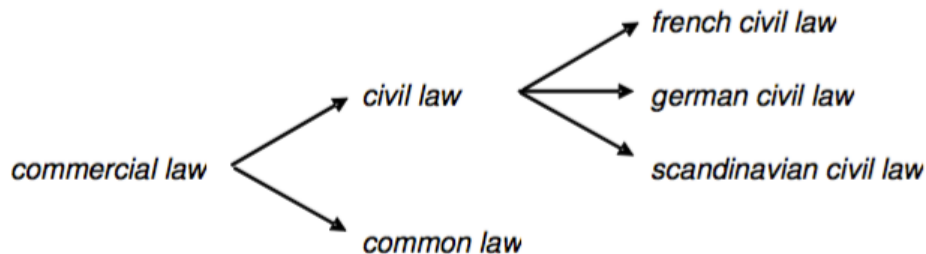
Gli ordinamenti di *civil law* si differenziano principalmente da quelli di *common law* per il diverso modo di creare le norme generali: attraverso le leggi, che prevedono

---

<sup>12</sup> Fonte: <http://www.giappichelli.it/stralci/3481603.pdf>

<sup>13</sup> R. LA PORTA-F. LOPEZ-DE-SILANES-A. SHLEIFER, *Corporate ownership around the world*, Harvard University, Cambridge, 1998.

ipotesi prefigurate ed astratte (*Civil law*), mediante le sentenze dei giudici e partendo da casi concreti (*Common law*). I paesi di *civil law*, a loro volta si distinguono in: *french civil law*, *german civil law*, *scandinavian civil law*.



**Fig. 1 – I diversi ordinamenti secondo La Porta e altri (1998)**

Per quanto riguarda il diritto degli azionisti esistono diversi meccanismi che possono indirizzare un paese verso il cosiddetto *one share-one vote principle*, che prevede maggior protezione per gli azionisti, oppure verso una numerosa varietà di categorie di azioni, che comportano una minor tutela nei confronti degli investitori in quanto il diritto di voto è svincolato dalla proprietà<sup>14</sup>.

SHAREHOLDER RIGHTS AROUND THE WORLD								
	one share one vote	proxy by mail allowed	shares not blocked before meeting	cumulative voting/ proportional representation	oppressed minority	preemptive right to new issues	%of share capital in call an Extraordinary Shareholder Meeting	Mandatory dividends
<i>Shareholder Rights</i>								
English origin average	0,17	0,39	1,00	0,28	0,94	0,44	0,09	0,00
French origin average	0,29	0,05	0,57	0,29	0,29	0,62	0,15	0,11
German origin average	0,33	0,00	0,17	0,33	0,50	0,33	0,05	0,00
Scandinavian origin average	0,00	0,25	1,00	0,00	0,00	0,75	0,10	0,00
Sample average	0,22	0,18	0,71	0,27	0,53	0,53	0,11	0,05

**Tab. 1 – Distribuzione dei diritti a tutela degli azionisti<sup>15</sup>**

Dall'analisi dei meccanismi di tutela risulta che i paesi anglosassoni, e quindi di *common law*, garantiscano una maggior protezione nei confronti degli investitori

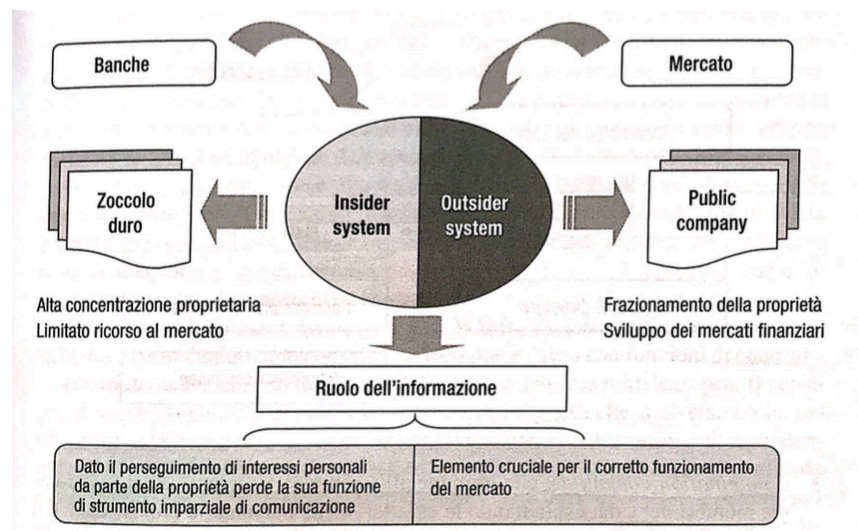
<sup>14</sup> Fonte: <http://www.giappichelli.it/stralci/3481603.pdf>

<sup>15</sup> La Porta e altri (1998), op. citata, p. 1130-1131.

rispetto a quelli di *civil law*. La diversa applicazione delle regolamentazioni ed in particolare delle norme sulla tutela degli azionisti impatta sulle scelte degli investitori e quindi sulla concentrazione proprietaria o meno delle imprese mondiali. Un azionista, da fronte di un basso livello di protezione, per poter controllare l'impresa e tutelare i propri interessi, è costretto a detenere alte quote di capitale sociale, ciò comporta una concentrazione dell'azionariato.

Diverse statistiche a livello internazionale evidenziano significativi rapporti tra tipologie di mercati finanziari e strutture finanziarie d'impresa<sup>16</sup>.

La dove i mercati borsistici sono efficienti (USA) le aziende hanno un indebitamento minore rispetto ad altre operanti in paesi (Germania, Giappone) nei quali il finanziamento avviene quasi esclusivamente attraverso gli intermediari finanziari.



**Fig. 2 – Insider System e Outsider System<sup>17</sup>**

Si possono distinguere due sistemi definiti da Forestieri<sup>18</sup> *Outsider system* e *Insider system*, volti a delineare le principali caratteristiche che gli assetti proprietari e la

<sup>16</sup> A. TAMI, *Soggetto economico e performance aziendale nel processo di privatizzazione*, Franco Angeli, Milano, 1996, p. 29.

<sup>17</sup> G. FIORI – R. TISCINI, *Economia Aziendale*, Egea, 2014, p.71

<sup>18</sup> G. FORESTIERI, *La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura*, in G. AIROLDI-G. FORESTIERI (a cura di), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etas libri, Milano, 1998.

---

*governance* assumono in contesti il cui il mercato per il controllo sia attivo o, al contrario, assente.

In un contesto di mercato per il controllo societario, *outsider system*, gli azionisti risultano frazionati e le maggioranze non stabili; al contrario un contesto privo di mercato per il controllo, *insider system*, si caratterizza per il ruolo forte dell'azionista di riferimento e, spesso, per l'identificazione tra detto azionista e la società, ciò porta ad escludere il rischio di *takeover* ostili.

Osservando tutti e tre gli approcci descritti, otteniamo gli stessi risultati; ovvero la divisione negli assetti proprietari tra due diversi modelli di concentrazione e di frammentazione proprietaria porta alla stessa divisione territoriale. Da un lato le *public company* proprie dei sistemi anglosassoni e caratterizzate da: mancanza di socialdemocrazia, sistema giuridico di *common law*, elevato sfruttamento del mercato borsistico; e dall'altro il modello di concentrazione azionaria tipico della maggior parte dei paesi europei, caratterizzato da: socialdemocrazia, sistema giuridico di *civil law*, scarso utilizzo del mercato borsistico.

### **2.2.2 L'identità dell'azionista di controllo<sup>19</sup>**

L'identità degli azionisti determina il tipo di condizionamento che gli azionisti intendono esercitare sugli obiettivi e sulla strategia della società. Gli investitori istituzionali mirano alla creazione di valore a lungo termine, lo Stato tende a considerare non solo gli aspetti strettamente economici, ma anche i benefici indiretti, come l'occupazione o il benessere locale, gli imprenditori mirano a massimizzare i propri guadagni personali.

---

<sup>19</sup> A. ZATTONI, *Corporate governance*, Egea, Milano, 2015, p. 274

---

Le *imprese a controllo familiare* sono le più diffuse a livello mondiale, indipendentemente dalla dimensione dell'impresa. Il controllo può essere nelle mani di un singolo o di diversi membri della famiglia, può essere dovuto al possesso della maggioranza assoluta, o può dipendere da accordi formali ed intese che assicurano il controllo di fatto, presuppone comunque un accentramento della proprietà. In questo tipo di imprese spesso si osserva una sovrapposizione tra proprietà e direzione, tali imprese sono caratterizzate da una particolare enfasi sulle emozioni, anche a danno di valutazioni economiche razionali.

Specialmente in contesti istituzionali caratterizzati da scarsa protezione degli interessi degli azionisti, le famiglie proprietarie possono tentare di espropriare gli azionisti di minoranza, per accaparrarsi i benefici privati del controllo.

Nelle *imprese a controllo statale o degli enti locali* l'azionariato è di norma fortemente concentrato in soggetti pubblici, la strategia aziendale spesso sacrifica logiche puramente economiche, a beneficio di interessi politici.

In paesi come la Germania o il Giappone in cui si è diffusa la banca universale, è possibile imbattersi in *società controllate da intermediari finanziari*, può verificarsi infatti che una banca, o più istituti creditizi detengano partecipazioni significative al capitale di rischio di una società, al contrario in paesi in cui l'ordinamento giuridico impone alle banche il divieto di partecipazioni industriali rilevanti, tali enti non figurano tra gli investitori.

Le *imprese controllate da investitori istituzionali* si dividono in due categorie, imprese il cui azionista di riferimento è un fondo di *private equity*, ed imprese il cui azionariato è diviso in tante piccole quote di proprietà di diversi investitori



---

istituzionali, nessuno dei quali però in grado di controllare la società.

La presenza di investitori istituzionali o di un fondo di *private equity*, sono entrambi considerati uno strumento per superare il problema della separazione tra proprietà e controllo tipico delle società ad azionariato diffuso. In questi contesti si assiste ad un aumento delle quote di capitale detenute dai manager dell'impresa e dai membri dei consigli di amministrazione, un simile assetto proprietario dovrebbe incentivare la creazione di valore.

### **2.2.3 La relazione tra concentrazione azionaria e performance aziendale**

Riprendendo la teoria dell'agenzia, è possibile ricostruire una relazione diretta tra il grado di concentrazione dell'azionariato e la creazione di valore di una società, in breve la dispersione dell'azionariato favorisce i top manager, che possono appropriarsi più facilmente di benefici personali, a danno degli azionisti. Seguendo questa teoria una società controllata totalmente da un imprenditore crea maggior valore rispetto ad una società controllata da un socio di maggioranza, che a sua volta crea maggior valore di una società ad azionariato diffuso.

Gli studi empirici non sono giunti a risultati univoci, anche se sembra propendere per una conferma delle ipotesi appena descritte, le evidenze sembrerebbero comunque poter confermare che la presenza di un *blockholder* agisca in modo efficiente sulla massimizzazione del valore azionario.

Alcuni lavori hanno analizzato la relazione tra struttura proprietaria e performance, non solo analizzando la concentrazione proprietaria, ma indagando anche la natura degli azionisti; anche in questo caso non si è giunti a conclusioni univoche. Alcuni sostengono che la presenza di investitori istituzionali, banche e dipendenti nella compagine azionaria abbia una relazione positiva con la performance aziendale, altri

sostengono che tale relazione sia negativa. Solo con riferimento allo Stato, gli studi sottolineano una chiara relazione inversa tra la sua presenza come azionista e la performance dell'impresa<sup>20</sup>.

### 2.3 Proprietà, strategia e governance

Le imprese sono caratterizzate da una grande varietà di assetti proprietari, strategici e di *governance*, tali variabili si assume siano interessate da relazioni di causalità e coerenza reciproca, il più delle volte influenzate anche da variabili ambientali.

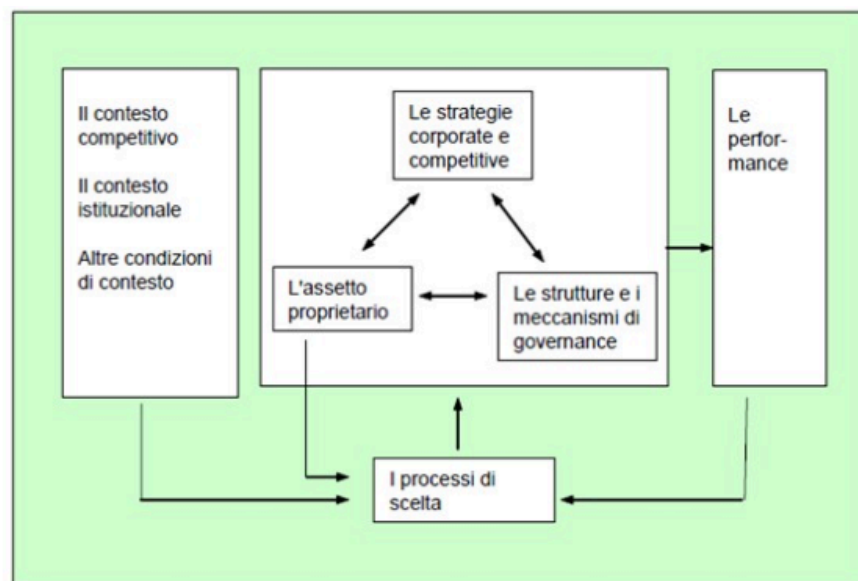


Fig. 3 – La relazione tra strategia, proprietà e governance<sup>21</sup>

Le teorie alla base di tale approccio possono essere schematizzate come segue:

- Studi sull'evoluzione delle grandi imprese statunitensi nel corso del Diciannovesimo e Ventesimo Secolo;
- Approccio *law and finance*;
- Approccio *contingency* nell'allocazione dei diritti di proprietà;

<sup>20</sup> GUGLER K. (a cura di), *Corporate governance and economic performance*, Oxford, Oxford University Press, 2001.

<sup>21</sup> AIROLDI G., ZATTONI A., *Strategia, proprietà e governance: un modello e un progetto di ricerca*, in: AIROLDI G., FERRARI A., LIVATINO M., (a cura di), *Gli assetti istituzionali delle imprese: un'impostazione contingency*, Egea, 2005

- 
- Teoria dei costi di transazione;
  - Teoria dei diritti di proprietà;
  - Teorie delle conoscenze e delle risorse.

Per quanto riguarda i primi due punti si rinvia a quanto detto in precedenza.

Secondo l'approccio *contingency*, i diritti di proprietà dovrebbero essere collocati seguendo una logica finalizzata a minimizzare i costi di transazione che l'impresa sostiene nella gestione dei rapporti con tutti gli *stakeholder*, definiti *patrons*. In pratica, non esiste un assetto proprietario ottimale per qualsiasi tipo d'impresa, la scelta di tale assetto deve essere in funzione di due variabili: i costi di *market contracting* e i costi di *ownership* suscitati da ciascun possibile alternativo assetto proprietario<sup>22</sup>. L'assetto proprietario ottimale è quindi quello che minimizza la somma di questi due costi. In breve, la struttura proprietaria ideale è quella che minimizza la somma dei costi di contrattazione di mercato, per i *patron* che non sono proprietari, e i costi di proprietà, per i *patron* a cui sono invece assegnati diritti proprietari. Non è sempre facile trovare soluzioni preferibili rispetto ad altre, infatti spesso a ciascuna classe di *patron* sono associati grandi vantaggi, così come grandi svantaggi, tanto che, nei casi limite, i conflitti tra le varie classi di costi sono talmente alti da suggerire che a nessuna classe di *patron* vengano assegnati sia i diritti di governo, che i diritti al risultato residuale, nascono così, ad esempio, gli enti no profit.

Secondo la teoria dei costi di transazione, realizzare delle transazioni comporta dei costi, i c.d. costi di transazione, tali operazioni devono quindi essere assegnate alla forma di governo che possa minimizzarne i costi in esse impliciti.

---

<sup>22</sup> A. ZATTONI, *Corporate governance*, Egea, Milano, 2015, p. 167

---

Le caratteristiche delle forme di governo che assumono importanza maggiore nella scelta sono la capacità di incentivare comportamenti efficienti e quella di evitare l'insorgere di comportamenti opportunistici. Il mercato si caratterizza per la presenza di forti incentivi ad i comportamenti efficienti e per scarsi controlli dei comportamenti opportunistici, la gerarchia presenta tratti diametralmente opposti, le forme ibride si collocano a metà tra i due estremi. La variabile chiave a questo punto è il livello di specificità degli investimenti, in assenza di investimenti specifici si può fare affidamento sul mercato, in presenza di un livello intermedio si può ricorrere a forme ibride, in fine in presenza di investimenti specifici è plausibile adottare la gerarchia.

La teoria dei diritti di proprietà ritiene che, in presenza di una contrattazione incompleta, il diritto di proprietà rivesta un'importanza fondamentale poiché consente di influenzare l'allocazione e la modalità di utilizzo delle risorse. La proprietà si identifica in questo caso con il possesso dei diritti residuali di controllo, cioè con il diritto di determinare l'utilizzo delle risorse in contingenze che non siano esplicitamente specificate nel contratto<sup>23</sup>. Il controllo delle risorse produttive conferisce il diritto di autorità sulle persone che le utilizzano, poiché il proprietario può impedirne a chiunque l'utilizzo. L'interesse a compiere un investimento specifico ad una risorsa, è influenzato dall'identità del proprietario di tale risorsa. Le scelte di integrazione verticale, o più in generale di definizione dei confini d'impresa, determinano un cambiamento nella proprietà delle risorse e una nuova suddivisione dei costi e dei benefici per i soggetti coinvolti nella transazione. La determinazione dei confini dell'impresa sarebbe quindi determinata dai diritti residuali di controllo,

---

<sup>23</sup> *ivi*, p.171.

---

l'autorità del datore di lavoro si origina dal controllo sulle risorse fisiche impiegate nella produzione, e le scelte di integrazione verticale influenzano solo gli incentivi dei proprietari, non quelli dei lavoratori<sup>24</sup>.

Parte della letteratura ritiene le imprese insiemi di risorse e conoscenze organizzate, all'interno di strutture amministrative, volte alla produzione di beni per il mercato. In quest'ottica le imprese tendono a specializzarsi in quelle attività per le quali hanno capacità tali da poter raggiungere un vantaggio competitivo rispetto ai *competitor*; conoscenze e capacità determinano i confini dell'impresa. Per produrre un bene sono necessarie diverse attività, le quali possono avere caratteristiche differenti tra loro, attività strettamente complementari e simili sono gestite in modo efficace attraverso la gerarchia, mentre attività complementari ma dissimili si prestano al coordinamento tra imprese indipendenti. Nella determinazione dei confini aziendali, vengono presi in considerazione i costi di comunicazione tra le imprese, i costi di coordinamento tra le stesse ed i costi di combinazione della conoscenza.

#### **2.4 Proprietà e modelli di imprese**

Le imprese sono continuo oggetto di studio e vengono analizzate sotto numerosissimi aspetti, è quindi difficile riassumere in poche tipologie tutte le variabili che le differenziano le une dalle altre. A scopo esemplificativo è possibile classificarle tenendo conto di quattro macro-variabili<sup>25</sup>:

- La dimensione aziendale e la dispersione della struttura azionaria;
- Le forme di governo giuridiche alternative alla società di capitali "classica";
- Il controllo o l'influenza rilevante esercitata dallo Stato;

---

<sup>24</sup> *ivi*, p. 172-173.

<sup>25</sup> *Ivi*, p.175.

- 
- Il tipo e l'intensità delle relazioni tra imprese.

#### **2.4.1 La dimensione aziendale e la dispersione della struttura azionaria**

Si è osservato che dimensione e dispersione sono correlate negativamente tra loro, quando aumentano le dimensioni aziendali, spesso diminuisce il grado di concentrazione azionaria. Secondo tale variabile è possibile distinguere le imprese in: *grandi imprese ad azionariato diffuso*, *grandi imprese con uno o più azionisti di riferimento*, *le piccole e medie imprese imprenditoriali*.

Nelle grandi imprese ad azionariato diffuso il grado di dispersione dell'assetto proprietario aumenta all'aumentare delle dimensioni del capitale di rischio. Nelle grandi *public company* la proprietà risulta polverizzata tra tanti piccoli azionisti, solo negli ultimi anni i grandi investitori istituzionali sono riusciti ad aumentare gradualmente le proprie quote azionarie, arrivando a raggiungere in alcuni casi quote significative di capitale di rischio. In queste imprese ritroviamo pienamente il fenomeno della separazione tra proprietà e controllo descritto precedentemente.

Nelle società quotate con azionariato concentrato, una quota significativa del pacchetto azionario è saldamente nelle mani di uno o più azionisti di riferimento, solitamente rappresentati o da altre imprese, o da una famiglia o da una persona fisica, o da banche e intermediari, o dallo Stato. Proprietà e controllo sono solitamente separati, a meno che la proprietà non risulti nelle mani di una famiglia che intenda guidare l'impresa.

Le piccole e medie imprese sono caratterizzate da una struttura proprietaria concentrata e chiusa. Non facendo ricorso al mercato dei capitali sono solitamente controllate da persone fisiche, spesso legate da vincoli di parentela. Il passaggio

---

generazionale determina chiaramente una frammentazione della proprietà nelle mani di un numero sempre crescente di soggetti, ma è molto raro che si possa assistere alla creazione di una vera e propria *family public company*.

In questo tipo di imprese proprietà e controllo si sovrappongono.

#### **2.4.2 Le forme giuridiche alternative alla società di capitali “classica”**

In genere l'impresa privata capitalistica si configura come società di capitali, nelle sue varie tipologie e denominazioni. Tuttavia al fianco di questo tipo di società operano un vasto insieme di forme giuridiche alternative, ognuna con caratteristiche del tutto peculiari, tra queste le più importanti sono: *le società cooperative di persone e lavoro, le partnership professionali, gli istituti nonprofit*.

Nelle cooperative la proprietà è concentrata nelle mani dei dipendenti-soci, questa sovrapposizione di ruoli presuppone conseguenze dal punto di vista della dimensione del capitale e dell'atteggiamento verso il rischio. Con riferimento al primo aspetto, le cooperative, non possono aumentare repentinamente e notevolmente il proprio capitale di rischio, poiché tale ammontare è vincolato al numero di soci-lavoratori e al capitale che essi sono in grado di apportare. I soci sono vincolati alla società sia dal punto di vista finanziario che professionale e risultano quindi avversi al rischio. In questo tipo di società i costi di agenzia risultano bassi.

Nelle c.d. *partnership* professionali, il capitale è posseduto dai dipendenti-soci, ma a differenza di quanto visto in precedenza, solo una parte abbastanza limitata dei dipendenti accede alla base sociale. Una base proprietaria ridotta e caratterizzata da interessi relativamente omogenei riduce significativamente il rischio di assumere decisioni non condivise. Poiché questa forma di organizzazione societaria non ha un'identità legale, i *partner* sono responsabili solidamente e illimitatamente delle

---

obbligazioni assunte dagli altri. La selezione dei *partner* avviene sulla base delle proprie capacità lavorative, chi non dimostra di possedere le giuste capacità rimane consulente associato e non partecipa al capitale di rischio.

Negli istituti no-profit qualsiasi risultato residuale positivo deve essere reinvestito al fine di perseguire l'oggetto sociale, ciò fa sì che l'utile non venga mai distribuito a chi controlla l'ente; in questa prospettiva tali istituti non hanno proprietari, poiché nessuna categoria di soggetti che esercita il controllo è anche contemporaneamente titolare dei diritti al rendimento residuale. Proprietà e controllo sono separati.

#### **2.4.3 Il controllo e l'influenza rilevante esercitati dallo Stato**

Le *società a controllo statale* sono caratterizzate da un assetto proprietario molto concentrato, lo Stato infatti tende a mantenere controllo molto forte sulle attività che gestisce direttamente, spesso possiede il 100% del pacchetto azionario, o comunque una quota parte tale da garantirgli il pieno controllo sulla società. Il diritto di controllo dello Stato è esercitato dai vertici politici e dai manager da essi nominati, i diritti ai rendimenti residuali, invece, sono di pertinenza di tutti i cittadini; è netta la separazione tra proprietà e controllo, tanto da renderne gli effetti delicati.

Le *imprese che operano nei settori regolamentati* presentano assetti proprietari molto vari, a imprese a controllo statale o di enti locali si affiancano imprese private. Solitamente in una prima fase, queste imprese, sono caratterizzate da un azionariato molto concentrato nelle mani di un azionista pubblico, in un secondo momento per reperire capitali, e per limitare l'intervento pubblico, si ha una maggiore frammentazione dell'azionariato e l'ingresso di investitori privati.



---

### 2.4.3 Il tipo e l'intensità delle relazioni tra imprese

Di norma le relazioni di mercato tra imprese private sono competitive e di breve durata, al contrario, però, in alcuni casi accade che si susseguano nel tempo e siano tali da dare vita ad un rapporto collaborativo e duraturo tra le parti. Ciò dà vita ai c.d. aggregati aziendali, tra cui sottolineiamo: *i gruppi piramidali, i network di imprese.*

I gruppi piramidali si fondano sull'esistenza di partecipazioni a cascata che permettono il controllo su un insieme di imprese; tali strutture proprietarie sono pressoché assenti nei paesi, quali USA e Gran Bretagna, in cui la tutela degli azionisti risulta elevata, mentre al contrario tendono a proliferare in quei paesi in cui l'ordinamento giuridico assicura scarsa tutela agli investitori.

A prima vista la struttura proprietaria di tali gruppi sembra essere molto concentrata, mentre nella sostanza permette una netta separazione tra proprietà e controllo<sup>26</sup>. Da una parte, infatti, il controllo delle varie società è nelle mani degli azionisti di maggioranza della capogruppo, dall'altro chi controlla riceve solo una piccola frazione dei flussi prodotti dalle controllate. Questa scissione tra diritti di controllo e diritti ai flussi di cassa determina un conflitto di interessi tra gli azionisti della capogruppo e gli azionisti delle controllate. I primi infatti mirano a massimizzare il risultato della propria società, i secondi a massimizzare i flussi di cassa della società cui partecipano.

I *network* (o costellazioni) di imprese, sono di solito composti da imprese private autonome ed indipendenti dal punto di vista della struttura proprietaria. In alcuni casi, però, è possibile che si creino legami partecipativi, l'impresa leader può infatti avere interesse ad acquisire una partecipazione di minoranza in una delle aziende

---

<sup>26</sup> *ivi*, p. 189.

---

satellite, al fine di rafforzare l'influenza su di essa. Anche in assenza di rapporti partecipativi, è comunque fondamentale che diritti di controllo e diritti sui flussi di cassa prodotti dalle singole imprese siano interdipendenti tra loro, data la mutua dipendenza dovuta tra le une e le altre. Queste strutture proprietarie sono particolarmente diffuse nei sistemi-paese, come il Giappone, caratterizzati da una cultura volta alla collaborazione e alla fiducia reciproca.

---

### 3. LE OPERAZIONI DI M&A

Le imprese, dovendo scegliere tra crescita per via interna, basata sullo sfruttamento delle risorse e delle tecnologie preesistenti, e crescita per via esterna, formalizzata attraverso accordi, partnership, fusioni ed acquisizioni, solitamente tendono a considerare più semplice e conveniente il secondo approccio. Le M&A<sup>27</sup>, infatti, garantiscono la possibilità di attuare strategie a livello corporate in tempi ristretti e poco dispendiosi.

Le fusioni e acquisizioni (M&A) costituiscono un'ampia classe di operazioni, finalizzate a riprogettare la struttura dell'azienda e principalmente gli assetti organizzativi e le caratteristiche dell'organismo personale. Si tratta, tuttavia, di operazioni complesse e rischiose che solo raramente raggiungono in pieno gli obiettivi dichiarati di creazione del valore e di miglioramento delle posizioni competitive<sup>28</sup>.

Le operazioni di fusione e acquisizione, sebbene presentino moltissimi elementi in comune, in quanto finalizzate entrambe alla crescita esterna dell'impresa, sono due operazioni profondamente diverse.

Si ha una operazione di acquisizione quando una azienda acquisisce il controllo totale o parziale di un'altra, lasciando però separate e distinte le due entità giuridiche. L'acquisizione può essere diretta, cioè contattando direttamente gli azionisti, o indiretta, ricorrendo al mercato borsistico, sia tramite rastrellamento sia tramite OPA (offerta pubblica di acquisto); è intuitivo che le acquisizioni indirette possano riguardare solo società quotate. Le acquisizioni possono riguardare la totalità delle

---

<sup>27</sup> Mergers and Acquisitions

<sup>28</sup> M. CICELLIN. – S.CONSIGLIO, *I Processi di fusione e acquisizione: le implicazioni per le risorse umane e la "soft due diligence"*, Napoli, 2012, p. 1.

---

azioni di una compagnia o solo il pacchetto di controllo; per quanto riguarda le OPA, almeno nei paesi in cui esse vengono regolamentate, però, non sono più consentite OPA parziali e cioè limitate ad un certo numero di azioni definito e comunque inferiore al totale delle azioni disponibili. Le acquisizioni possono essere amichevoli, e cioè con il consenso dei vertici della compagnia da acquisire, o ostili, e cioè senza questo consenso.

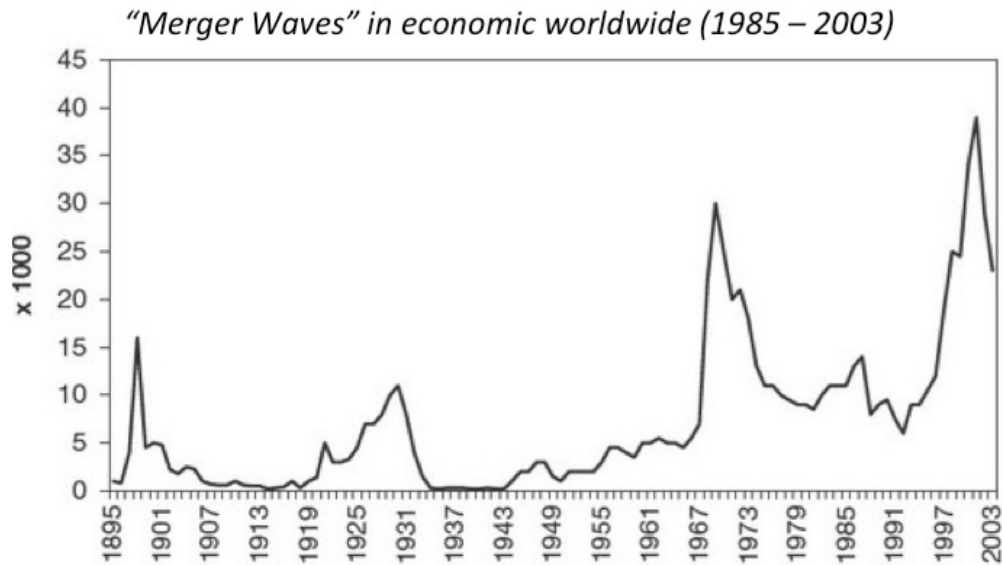
Si ha un'operazione di fusione quando due o più aziende si fondono in modo tale che da due o più entità giuridiche separate e distinte ne risulti, dopo l'operazione, una sola<sup>29</sup>. La fusione può compiersi in due modi: mediante *fusione per unione*, attraverso la costituzione di una nuova società, o mediante *fusione per incorporazione*, attraverso l'assorbimento in una società di una o più altre.

### **3.1 Cenni storici sulle M&A: cinque grandi ondate**

Le operazioni di M&A hanno iniziato a diffondersi dalla fine dell'Ottocento e hanno interessato, inizialmente il mercato statunitense e quello inglese, e soltanto successivamente al secondo dopoguerra, il mercato europeo. I periodi storici nei quali si possono collocare il maggior numero di operazioni di M&A sono cinque, noti come le "cinque grandi ondate" o "*merger waves*" (Gaughan 1999).

---

<sup>29</sup> G. PAPETTI, *Alcune considerazioni sul fenomeno di "Merger & Acquisition"*, Vita e Pensiero – Pubblicazioni dell'Università Cattolica del Sacro Cuore, Rivista Internazionale di Scienze Sociali, Anno 96, No. 4 (ottobre-dicembre 1988), pp. 715-726



**Fig. 4 – Le “grandi ondate” nell’economia mondiale tra il 1985 ed il 2003<sup>30</sup>**

La prima grande ondata registratasi alla fine dell’Ottocento (1897–1904), in concomitanza con la rivoluzione industriale, è nota come *merger for monopoly*, scomparvero 3.000 imprese per fare spazio ai grandi monopoli industriali, alcuni dei quali, ad oggi, occupano ancora una posizione dominante nei mercati (es. General Electric).

La seconda grande ondata, chiamata *merger for oligopoly*, iniziò nel 1916 e finì con il “martedì nero” del 1929. Con l’approvazione del Clayton Act, vennero rafforzati i vincoli normativi in tema di concentrazioni aziendali, per evitare l’avvento di nuovi monopoli. Quasi l’80% delle operazioni di M&A riguardò acquisizioni e fusioni verticali, dalle quali nacquero le *holding companies*.

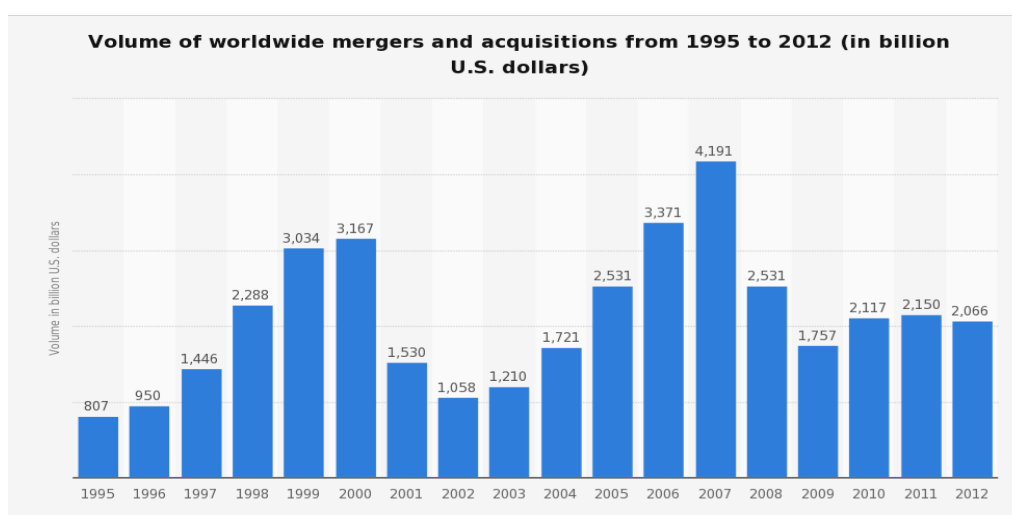
La terza grande ondata (1965 – 1969) fu accompagnata da un periodo economico mondiale di grande prosperità. Circa l’85% delle fusioni e acquisizioni interessava

<sup>30</sup> Fonte: B. BOWENS – J. DANKERS, *Competition and coordination: reconsidering economic cooperation in Dutch business, 1900 – 2000*, *Revue Économique*, Presses de Sciences-Po, vol. 64, 2013/6

acquisizioni conglomerali, la maggior parte delle grandi *corporations*, infatti, aveva compreso l'importanza di diversificare il business per consentire una riduzione del rischio complessivo e una volatilità maggiore del *cash flow*. Si finì per esasperare la diversificazione, la maggior parte delle operazioni registrò risultati negativi, senza giungere agli esiti sperati.

La quarta grande ondata si registrò tra il 1984 e il 1989. I risultati negativi ottenuti in precedenza, e le operazioni di carattere speculativo effettuate da parte dei cosiddetti *corporate raider*, favorirono le scalate ostili. In questa fase fusioni e acquisizioni iniziarono a diventare rilevanti anche sul territorio europeo. Si assistette a numerosi processi di concentrazione in diversi settori, di conseguenza gli assetti proprietari vennero ribilanciati e consolidati.

Infine, nei primi anni del ventunesimo secolo, si è registrata la quinta grande ondata di fusioni e acquisizioni. L'avvento della globalizzazione determinò lo sviluppo dell'internazionalizzazione, non stupisce quindi che numerose operazioni di M&A abbiano ad oggetto imprese operanti in settori esteri.



**Fig. 5 – Volume mondiale di acquisizioni e fusioni dal 1995 al 2012<sup>31</sup>**

A causa della globalizzazione dei mercati, della forte innovazione tecnologica e di un

<sup>31</sup> Fonte: <http://www.statista.com/statistics/267369/volume-of-mergers-and-acquisitions-worldwide/>

---

ciclo di vita dei prodotti sempre più breve, le M&A si affermarono quale strumento migliore per realizzare strategie di crescita.

### 3.2 Le motivazioni

Dal punto di vista delle motivazioni, esistono tre principali filoni di analisi.

Un primo filone mette in evidenza motivazioni di tipo reale: le acquisizioni sarebbero attuate per ottenere un maggiore profitto, reso possibile da efficienze di costo ovvero da un aumento del potere di mercato<sup>32</sup>.

Una seconda impostazione (Marris, 1964 e, sulle fusioni, Mueller, 1969) si incentra sulla separazione tra *ownership and control*, individuando nella massimizzazione della funzione di utilità dei manager il motivo delle acquisizioni: essendo tale funzione composta di elementi pecuniari e non (prestigio, potere, ecc.), direttamente legati alla dimensione del gruppo gestito, le acquisizioni sarebbero condotte al mero fine della crescita, nel rispetto di una “minima” redditività<sup>33</sup>.

Negli anni Ottanta quest'impostazione è stata ripresa contestualizzandola nell'ambito della teoria dell'agenzia. Amihud e Lev (1981) hanno mostrato come i manager, a differenza degli azionisti, che possono beneficiare di un portafoglio diversificato, non possono diversificare il proprio rischio di perdere il lavoro; pertanto, effettuano acquisizioni conglomerali al fine di rendere meno variabili le performance delle imprese da loro gestite e ridurre in tal modo la probabilità di essere sostituiti. Jensen (1986) ha proposto la teoria del *free cash flow*, secondo la quale i manager, una volta

---

<sup>32</sup> Il contributo di Williamson (1968) sulle fusioni orizzontali e la letteratura generata nel quadro del paradigma Struttura-Condotta-Performance sono esemplificativi. Allo stesso filone appartengono contributi più recenti quali quello di Williamson (1975) sulla riduzione dei costi di transazione nelle fusioni verticali e quello di Scott (1989) sul *multimarket contact* nelle fusioni conglomerali.

<sup>33</sup> L. BENFRATELLO, *Determinanti ed effetti delle fusioni e acquisizioni: un'analisi sulla base delle notifiche alle autorità antitrust*, L'industria Fascicolo 3, luglio-settembre 2001, Il Mulino, Bologna

---

esauriti i progetti con rendimenti maggiori del costo del capitale, non distribuiscono dividendi agli azionisti, come farebbero se fossero perfettamente controllati, ma usano le risorse in eccesso anche verso attività con rendimenti minori del costo del capitale; le acquisizioni sarebbero allora un modo, non necessariamente profittevole per gli azionisti, per investire le risorse in eccesso<sup>34</sup>.

Infine, una terza impostazione, si rifà al concetto, elaborato nel mondo anglosassone (Manne, 1965) di *market for corporate control*. Secondo tale impostazione le imprese target sarebbero quelle gestite in modo inefficiente, per le quali l'acquirente suppone, mediante sostituzione del vecchio *team management*, di poterne migliorare la gestione.

Le diverse motivazioni sottostanti alle acquisizioni dovrebbe quindi riflettere diverse peculiarità delle imprese coinvolte in passaggi di proprietà.

Per quanto riguarda gli effetti delle operazioni di concentrazione, le teorie che enfatizzano motivazioni di tipo reale prevedono che, l'effetto sulla redditività dipenda da specifiche condizioni di costo e di domanda del mercato, ma che nella generalità dei casi esso sia positivo sia per l'acquisita che per l'acquirente (Salant *et al.*, 1983; Perry, Porter 1985). Quelle che si ispirano alla teoria manageriale dell'impresa non prevedono cambiamenti significativi a seguito dell'acquisizione. Le teorie del *market for corporate control*, invece, partendo dal presupposto che l'impresa acquisita, sia stata gestita al di sotto delle proprie potenzialità, prevedono presenti un miglioramento delle performance a seguito del cambiamento di proprietà.

---

<sup>34</sup> L. BENFRATELLO, *Determinanti ed effetti delle fusioni e acquisizioni: un'analisi sulla base delle notifiche alle autorità antitrust*, L'industria Fascicolo 3, luglio-settembre 2001, Il Mulino, Bologna



---

### 3.3 Tipologie e finalità

Le operazioni di M&A possono essere classificate come segue:

- *M&A Tradizionali*: si tratta di acquisizioni e fusioni che coinvolgono soggetti operanti nel medesimo settore;
- *M&A Conglomerati*: si tratta di acquisizioni e fusioni che coinvolgono soggetti operanti in settori completamente differenti;
- *Large M&A*: l'operazione di fusione e acquisizione coinvolge almeno un soggetto giuridico caratterizzato da un valore dell'attivo complessivo superiore ad un miliardo di euro;
- *Small M&A*: tutti i soggetti coinvolti non hanno un valore dell'attivo complessivo superiore al miliardo di euro;
- *M&A Tradizionali e Conglomerati Domestici*: si tratta di operazioni di M&A che coinvolgono soggetti appartenenti allo stesso paese d'origine;
- *M&A Tradizionali e Conglomerati Cross-Border*: si tratta di operazioni di M&A che coinvolgono soggetti operanti appartenenti a paesi d'origine differenti.

“I principali obiettivi delle operazioni di M&A sono la razionalizzazione operativa e la razionalizzazione della posizione di competitività, mediante le quali procedere alla creazione di maggior valore<sup>35</sup>”.

La razionalizzazione operativa interessa lo sfruttamento delle economie di produzione: *economie di scala, economie di scopo, economie di esperienza*.

La razionalizzazione della posizione competitiva, invece, si focalizza su tre obiettivi

---

<sup>35</sup> VERNA F., 2008. *La grande onda: Fusioni e acquisizioni*, Lulu Pr

---

in particolare: *il rafforzamento della quota di mercato, la diversificazione del rischio, la crescita dimensionale.*

Attraverso un'operazione di fusione e acquisizione, un'impresa è in grado di poter rafforzare significativamente la propria quota di mercato, consolidando, di conseguenza il proprio potere contrattuale nei confronti di fornitori e clienti. L'impresa è inoltre in grado di ridimensionare il livello della concorrenza attraverso una riduzione del numero dei competitors, oggetto delle operazioni stesse, e attraverso la creazione di barriere all'entrata che non permettano a nuovi *incumbents* di entrare in quel mercato.

La diversificazione del rischio fa riferimento alla possibilità, attraverso la fusione o l'acquisizione di un'altra impresa, di diversificare rapidamente il proprio business e, quindi, minimizzare il più possibile le perdite registrabili in un singolo settore.

Infine, attraverso un'operazione di M&A un'impresa può subire una significativa crescita dimensionale. L'espansione territoriale, in questo caso, è frutto dell'avvento dell'impresa in nuove aree geografiche e in nuovi contesti competitivi. L'appetibilità di nuovi mercati, solitamente, è dovuta alla possibilità per l'impresa di ottenere e perseguire profitti elevati e soprattutto potenziali.

Oltre a questi macro-obiettivi, esistono diversi fattori che possono spingere un soggetto ad effettuare questo tipo di operazioni: la possibilità di disporre di nuove risorse, competenze e tecnologie utili al fine di perseguire e raggiungere una posizione di vantaggio competitivo; fronteggiare o quanto meno prevenire il rischio di *take-over* ostili; la pressione del mercato che richiede determinati valori di efficacia e efficienza che possono essere raggiunti soltanto attraverso un rafforzamento economico e strategico dell'impresa.

---

### 3.4 Il *cross-border* M&A: il ruolo geografico nelle operazioni

Ad oggi la maggior parte delle operazioni di fusione e acquisizioni vengono concluse all'interno delle tre aree geografiche più industrializzate del mondo, gli Stati Uniti, l'Europa ed il Giappone, a partire dagli inizi del ventunesimo secolo, però si è assistito ad un crescente manifestarsi di operazioni che interessano paesi attualmente in crescita o in via di sviluppo.

Esistono tre possibili scenari a proposito del *cross-border* M&A:

- l'impresa acquirente opera nei paesi industrializzati mentre l'impresa target fa parte dei paesi in via di sviluppo;
- l'impresa acquirente opera nei paesi in via di sviluppo mentre l'impresa target fa parte dei paesi più industrializzati;
- sia l'impresa acquirente che l'impresa acquisita operano in paesi attualmente in via di sviluppo.

Il fenomeno del *cross-border* M&A, come già detto, ha avuto origine durante l'ultima grande ondata di fusioni e acquisizioni, a seguito del processo di internazionalizzazione.

Le *cross-border* M&A possono essere definite come le “transazioni in cui *assets* di aziende che appartengono a paesi differenti sono combinate per dar vita ad una nuova entità. Si configurano come investimenti diretti all'estero in quanto presuppongono l'intenzione dell'investitore di acquisire un significativo livello di influenza sulla gestione dell'impresa<sup>36</sup>”.

---

<sup>36</sup> CAIAZZA R., 2011. *Cross-border M&A. Determinanti e fattori critici di successo*, Giappichelli, Torino

Valore delle *cross-border* M&A nel 2010 (Mld \$)

<i>Economia Regionale</i>	2009	2010	<i>Tasso di crescita (%)</i>
Mondo	249,7	341,4	36,7
Economie sviluppate:	203,5	252,1	23,9
Europa	133,9	125,0	- 6,6
Stati Uniti	40,1	79,6	98,6
Giappone	- 5,8	7,1	
Economie in via di sviluppo	39,1	85,1	117,6
Africa	5,1	7,7	49,3
America Latina e Caraibi	- 4,4	32,0	
Asia e Oceania	38,3	45,3	18,4
Sud-est Europa e CSI	7,1	4,3	- 39,8

Fonte: Wir, 2010.

**Tab. 2 – Cross-border M&A nel 2010<sup>37</sup>**

Le motivazioni che possono spingere un'impresa ad attuare operazioni di questo genere possono essere di natura macroeconomica (crescita e l'importanza assunta dai paesi in via di sviluppo), di natura microeconomica (ruolo sempre più attivo dei *private equity* e degli *institutional investors*) e di natura strategica (l'importanza di sfruttare e possedere specifiche capacità).

<sup>37</sup> CAIAZZA R., 2011. *Cross-border M&A. Determinanti e fattori critici di successo*, Giappichelli, Torino

---

#### 4. ALCUNI STUDI SULLE RELAZIONI TRA ASSETTI PROPRIETARI E OPERAZIONI DI M&A

Oggi è ampiamente riconosciuto come la struttura proprietaria in molti paesi di tutto il mondo sia lontana dall'immagine di Berle and Means (1932) di una proprietà ampiamente diffusa. Le opere di La Porta et al. (1999) e Faccio e Lang (2002) mostrano che, tranne nei paesi anglosassoni, la presenza di grandi azionisti è ampiamente diffusa nelle società quotate. Questo è ancora più frequente in Asia come dimostrato da Claessens et al. (2000). I grandi azionisti possono essere lo Stato, un'altra società, un investitore privato o più comunemente, una famiglia.

Cerchiamo di analizzare se il grado di concentrazione azionaria e le diverse configurazioni proprietarie siano in grado di influenzare le decisioni in merito alle operazioni di M&A, o se siano in grado di influire sugli effetti *ex-post* di dette operazioni.

##### 4.1 Le imprese familiari e le decisioni di M&A

Parte della letteratura ha analizzato il rapporto tra la proprietà e le decisioni in merito a fusione ed acquisizioni (M&A), tentando di rispondere alle seguenti due domande:

(I) La probabilità di impegnarsi in M&A è diversa a seconda della struttura proprietaria e delle caratteristiche dell'impresa? (II) L'annuncio dell'operazione crea o distrugge valore a seconda del tipo di società offerente<sup>38</sup>?

I risultati ottenuti mostrano che la probabilità di impegnarsi in M&A diminuisce quando l'azionista di controllo sia una famiglia, ed è ancora minore qualora sia un unico membro della famiglia a controllare la società o qualora la famiglia la gestisca

---

<sup>38</sup> Fonte: N. EUGSTER, *Ownership Structure and Mergers and Acquisitions Decisions: Are family firms different acquirers?*, University of Fribourg, 2015.

attivamente. La creazione o meno di valore a seguito di M&A, invece, non sembra essere influenzata dalla struttura proprietaria.

Year	All		Family firms		Widely held firms		Other blockholder	
	N	%	N	%	N	%	N	%
2003	18	7.0%	8	10.4%	9	6.2%	1	2.9%
2004	15	5.9%	2	2.6%	11	7.6%	2	5.9%
2005	23	9.0%	10	13.0%	9	6.2%	4	11.8%
2006	29	11.3%	7	9.1%	18	12.4%	4	11.8%
2007	38	14.8%	15	19.5%	17	11.7%	6	17.6%
2008	20	7.8%	8	10.4%	9	6.2%	3	8.8%
2009	24	9.4%	7	9.1%	14	9.7%	3	8.8%
2010	21	8.2%	5	6.5%	13	9.0%	3	8.8%
2011	31	12.1%	5	6.5%	23	15.9%	3	8.8%
2012	23	9.0%	4	5.2%	16	11.0%	3	8.8%
2013	14	5.5%	6	7.8%	6	4.1%	2	5.9%
Total	256	100%	77	30.1%	145	56.6%	34	13.3%

**Tab. 3 – Frequenza di acquisizioni per anno<sup>39</sup>**

Diversi studi hanno dimostrato che le imprese di famiglia effettuano meno acquisizioni rispetto alle imprese non familiari e alle grandi aziende, trovarsi di fronte ad una famiglia quale azionista principale diminuisce quindi la probabilità di lanciare un M&A; quando il controllo è concentrato in un unico soggetto e quando la famiglia può influenzare direttamente le decisioni aziendali, le imprese sono più riluttanti ad espandere la propria attività attraverso operazioni di M&A.

Analizzando le decisioni in merito alle fusioni, e le conseguenze che tali decisioni comportano, nell'economia giapponese, i risultati empirici sembrerebbero suggerire che le imprese familiari abbiano meno probabilità di fondersi rispetto alle imprese non familiari e che le imprese non familiari beneficino maggiormente delle fusioni rispetto alle imprese familiari.

<sup>39</sup> N. EUGSTER, *Ownership Structure and Mergers and Acquisitions Decisions: Are family firms different acquirers?*, University of Fribourg, 2015.

---

I dirigenti proprietari delle imprese potrebbero essere riluttanti ad attuare delle fusioni per paura di perdere il controllo sull'impresa a causa di una diluizione della proprietà. Al contrario, i dirigenti delle imprese non familiari, che non partecipano o partecipano in misura trascurabile alla proprietà, non si trovano ad affrontare questo tipo di problema.

Bisogna segnalare che nella storia giapponese ci sono state molte più acquisizioni che fusioni, tuttavia gli studi a cui ci riferiamo hanno preso in considerazione solo le fusioni, non si può quindi respingere la possibilità che le due operazioni siano sostituite tra loro e che le imprese familiari siano meno inclini a fondersi, ma più propense ad acquisire altre imprese, rispetto alle imprese non familiari, in quanto le acquisizioni in denaro, per definizione non influenzano la struttura proprietaria.

#### **4.2 L'evoluzione della proprietà familiare**

In uno studio globale sulle IPO<sup>40</sup> di imprese operanti in trentacinque paesi, Foley e Greenwood (2010) osservano che la concentrazione azionaria diminuisce più rapidamente nelle aziende di paesi in cui la protezione degli investitori è maggiore rispetto a quelli in cui tale protezione è più debole. Studi più recenti<sup>41</sup>, hanno invece focalizzato l'attenzione sull'evoluzione, nel tempo e tra i vari paesi, del controllo della famiglia in aziende quotate e private, piuttosto che sulla concentrazione degli azionisti in tali imprese.

Il passaggio da un'impresa di famiglia ad una società a proprietà ampiamente diffusa avviene ogni qualvolta le azioni di nuova emissione o la vendita di tutte le azioni

---

<sup>40</sup> Un'offerta pubblica iniziale o IPO (dall'inglese *initial public offering*) è un'offerta al pubblico dei titoli di una società che intende quotarsi per la prima volta su un mercato regolamentato.

<sup>41</sup> J. FRANKS – C. MAYER – P. VOLPIN – H. F. WAGNER, *The Life Cycle of Family Ownership: International Evidence*, *The Review of Financial Studies* / v 25 n 6 2012

---

esistenti, o parte di esse, provochino una diminuzione del pacchetto azionario familiare tale da ridurlo al di sotto della soglia del 25% dei diritti di voto (detenuti direttamente o tramite una catena di controllo). Sono stati studiati tre fattori che potrebbero causare questo fenomeno: opportunità di investimento, requisiti per il finanziamento esterno ed attività di M&A ed è stato analizzato come le differenze tra tali fattori possano esser sfruttate a livello industriale. In particolare, se le imprese familiari diventano imprese ad azionariato diffuso proprio a causa di tali variabili, allora ci aspettiamo che il controllo familiare venga ridotto o scompaia in quelle industrie in cui le opportunità di investimento, il finanziamento esterno e le attività di M&A registrano livelli elevati. Pertanto, ci aspettiamo che l'incidenza della proprietà familiare sia legata a fattori economici specifici del settore in cui opera, vale a dire le opportunità di crescita (Foley e Greenwood 2010), la necessità di finanziamenti esterni. L'analisi si è concentrata su quattro paesi: Francia, Germania, Italia e Regno Unito. Il Regno Unito, come già visto nei capitoli precedenti, può essere considerato un paese a forte protezione degli investitori, caratterizzato da un elevato sviluppo finanziario e da mercati attivi per il controllo societario; mentre la Francia, la Germania e l'Italia sono considerati paesi a debole protezione degli investitori, con basso sviluppo finanziario e con mercati per il controllo societario meno attivi. Tenendo a mente questo, ci aspettiamo che le imprese familiari del Regno Unito seguano maggiormente la teoria del ciclo di vita della proprietà<sup>42</sup> rispetto alle loro omologhe nei paesi europei continentali. I risultati si sono dimostrati coerenti con questa previsione, infatti è stata osservata una forte correlazione negativa tra il controllo della famiglia e l'età delle società nel Regno Unito - quanto più una società

---

<sup>42</sup> Secondo la "Life Cycle View" il controllo familiare è correlato negativamente con l'età di una società.



---

è vecchia, tanto meno è probabile che sia controllata dalla famiglia - mentre non troviamo simili relazioni negli altri tre paesi. Analizzando un periodo di dieci anni, si è osservato come le *family firms* britanniche abbiano una possibilità nettamente inferiore di rimanere controllate a livello familiare rispetto alle imprese familiari francesi, tedesche e italiane.

In sintesi, gli studi confermerebbero quanto asserito dalla teoria del ciclo di vita della proprietà a controllo familiare, ma solo nei paesi a forte protezione degli investitori, con mercati finanziari sviluppati e mercati attivi per il controllo societario, mentre smentirebbe tale ipotesi negli altri paesi, in cui, invece, il controllo della famiglia sembrerebbe molto persistente nel tempo. Questa diluizione del controllo è più forte nei settori con migliori opportunità di investimento, maggiori requisiti di finanziamento esterno e attività di M&A più elevate.

A tal proposito, per sottolineare il ruolo delle fusioni e acquisizioni nell'evoluzione della proprietà della famiglia vengono utilizzati tre metodi. Innanzitutto, a livello industriale, vengono misurate le opportunità di guadagni sinergici attraverso fusioni e acquisizioni, considerando come misura di tali guadagni il volume di operazione di M&A attuate nel settore di riferimento. Nelle industrie maggiormente attive nelle operazioni M&A le famiglie hanno una maggiore propensione a diluire la propria quota di controllo, emettendo nuove azioni, per acquisire altre società e per vendere la propria quota a fronte di un premio di acquisizione. Coerentemente con quanto detto è stato osservato che nelle industrie più attive nell'M&A il controllo familiare è meno comune. Come già detto questo fenomeno è più pronunciato nei Paesi a proprietà meno concentrata e nei paesi con una forte protezione degli investitori, un elevato sviluppo finanziario e mercati attivi per il controllo societario, come appunto

---

la Gran Bretagna. In secondo luogo, gli studi hanno sostenuto che l'evoluzione della proprietà familiare sia influenzata dall'efficienza del mercato del controllo aziendale. Come suggerito da Manne (1965) e Jensen (1988), le acquisizioni ostili sono un potente strumento per disciplinare i gestori di società ad azionariato diffuso; se le famiglie scelgono di vendere la propria partecipazione di controllo in una società, potranno farlo a prezzi più elevati in quei paesi in cui le società ad azionariato diffuso, grazie a mercati più efficienti per il controllo societario, sopportano costi di agenzia inferiori. Il controllo familiare sembrerebbe diminuire solo nei paesi in cui tali mercati sono più attivi. In terzo luogo, utilizzando informazioni più dettagliate, per le società quotate si è cercato di comprendere il canale esatto attraverso cui l'attività di M&A influenza l'evoluzione della proprietà familiare. In particolare, è stato osservato come le imprese familiari nel Regno Unito, rispetto alle società dell'Europa Continentale, abbiano una maggiore probabilità di essere rilevate, e qualora si trovano nella posizione di acquirenti di evolversi in società ad azionariato diffuso a seguito di acquisizioni con finanziamento tramite azioni.

Viene infine ricordato come, in alcune economie, le imprese familiari possono essere così influenti da modellare le istituzioni e superare i vincoli finanziari senza dover rinunciare al controllo. In queste economie potrebbero emergere veicoli finanziari e di controllo bancario per promuovere la continuazione della proprietà familiare, mentre in altre economie in cui tali attività siano meno influenti, invece, si svilupperanno mercati per il finanziamento e per il controllo, incoraggiando la dispersione della proprietà e del controllo.

---

### **4.3 La proprietà nelle mani degli amministratori**

La prima letteratura sull'M&A afferma che tali operazioni non riescano ad aggiungere valore o contribuire al benessere finanziario dell'impresa acquirente, la spiegazione dominante sarebbe il noto conflitto di agenzia - vale a dire divergenza di interessi - tra dirigenti e proprietari, in base al quali i manager spesso assumono decisioni non necessariamente nell'interesse degli azionisti (Shleifer e Vishny, 1988). Alcuni studi successivi hanno allora ipotizzato che la concentrazione proprietaria nelle mani degli addetti ai lavori possa migliorare i conflitti di agenzia e, quindi, influenzare positivamente le performance della società post-M&A. Di contro si potrebbe considerare che mentre la concentrazione riduce i problemi di agenzia del primo tipo (tra manager e proprietari), che potrebbero essere responsabili dei risultati negativi delle M&A, in molti casi potrebbe innescare problemi di agenzia di tipo due (tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza).

Ad ogni modo, in India, è stato osservato che nel periodo tra il 1995 ed il 2000 la redditività media post-M&A è stata positivamente correlata ad elevati livelli di concentrazione proprietaria (cioè più del 50% delle azioni) nelle mani dei suoi amministratori. Di contro, Fan et al. (2011), fanno notare come le imprese operanti nei mercati emergenti possano essere molto diverse dalle imprese attive nei paesi sviluppati, così che determinate caratteristiche aziendali, quali la concentrazione proprietaria nelle mani degli amministratori, possano avere implicazioni piuttosto diverse a seconda che ci si trovi in un caso o nell'altro.

### **4.4 Gli azionisti sovrapposti**

Parte degli studi sulle operazioni di M&A, si è soffermata ad osservare come i proprietari non sempre siano affiliati ad una sola delle imprese coinvolte, ma come in

---

molti casi le imprese acquisite e target includano anche azionisti "sovrapposti", cioè che contemporaneamente detengano partecipazioni sia nell' impresa acquirente che nella *target*. Tali sovrapposizioni sono sempre più comuni nei casi in cui il socio in questione sia un investitore istituzionale, invece che una persona fisica o una famiglia (Daily, Dalton e Cannella, 2003).

I soci con partecipazioni in una sola delle società coinvolte nell'operazione ed i soci "in sovrapposizione" potrebbero avere interessi eterogenei, ciò potrebbe compromettere l'efficacia del monitoraggio da parte dei proprietari, facilitando comportamenti opportunistici da parte del management. L'eterogeneità della proprietà potrebbe compromettere il monitoraggio poiché i proprietari "sovrapposti" si concentreranno sul guadagno totale derivante dalla transazione (Easterbrook e Fischel, 1982; Hansen e Lott, 1996), mentre i soci dell'una o dell'altra, non guarderanno al risultato aggregato, ma si concentreranno sugli effetti dell'operazione per le singole imprese. Un'operazione potrebbe rivelarsi vantaggiosa o per entrambe le società o solo per l'una o per l'altra.

Da un punto di vista pratico, la sovrapposizione della proprietà influenza la propensione ad acquisire le imprese o ad impegnarsi in operazioni di M&A sub-ottimali, inoltre potrebbe creare problemi di asimmetria informativa tra le due classi di azionisti, i soci "sovrapposti" potrebbero disporre di vantaggi informativi di cui gli altri non dispongono.

La crescita costante della proprietà istituzionale ha creato una situazione di sovrapposizione di proprietà che ha implicazioni significative e negative per i rendimenti degli acquirenti nel contesto delle fusioni e acquisizioni. La sovrapposizione di proprietà istituzionale nel contesto delle M&A, infatti, crea

---

problemi di agenzia unici, ossia legati non solo ai conflitti tra manager e azionisti, ma tra tre differenti schieramenti: proprietari con interessi sovrapposti, proprietari privi di interessi sovrapposti e manager.

I risultati sembrerebbero suggerire come la sovrapposizione di proprietà istituzionale sia associata negativamente ai rendimenti dell'acquirente. Inoltre suggeriscono che all'aumentare del numero di proprietari istituzionali "sovrapposti", i manager riescono ad ottenere l'approvazione anche di operazioni subottimali; in particolare, qualora i proprietari in sovrapposizione aumentino, una coalizione dominante di detti proprietari potrebbe essere in grado di ignorare gli interessi degli altri azionisti.

#### **4.5 La proprietà statale e gli effetti istituzionali sulla creazione di valore**

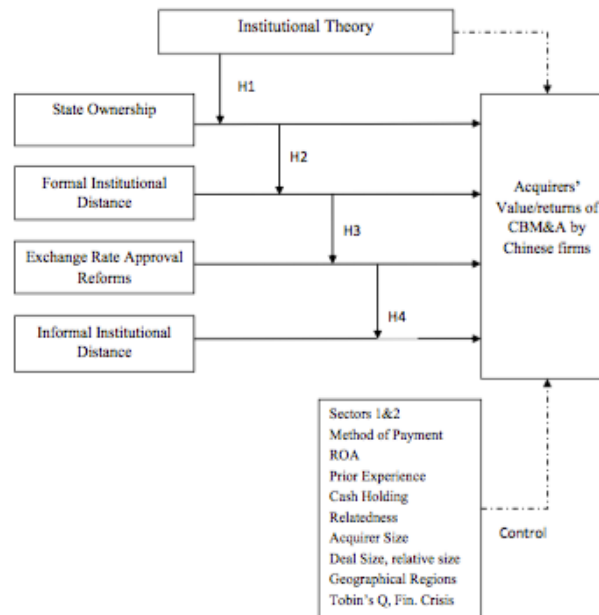
Recenti studi<sup>43</sup>, sulle CBM&A<sup>44</sup> in Cina, si sono prefissati un duplice obiettivo: (i) studiare se il coinvolgimento del governo attraverso imprese statali crei valore per le imprese cinesi che acquisiscono; (II) esaminare l'impatto delle istituzioni sul valore per gli azionisti delle imprese acquirenti cinesi.

Per esaminare gli effetti della proprietà statale e delle variabili istituzionali sul valore della società sono stati utilizzati i rendimenti degli acquirenti, nella prospettiva dell'obiettivo strategico della massimizzazione della ricchezza di un'impresa.

---

<sup>43</sup> M. DU – A. BOATENG, *State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms*, Elsevier, International Business Review, 2014

<sup>44</sup> *Cross-border M&A*



**Fig. 6 - Effetti delle variabili istituzionali sul ritorno delle CBM&A delle imprese cinesi<sup>45</sup>**

I risultati mostrano come grazie alle riforme massicce e al ruolo unico del governo cinese nelle attività di CBM&A, l'intervento statale si riveli positivamente correlato a questo genere di operazioni. In particolare, la strategia del governo di "andare all'estero" fornisce un sostegno attivo in termini di accesso privilegiato ad input come fonti di finanziamento più convenienti o altri incentivi alle imprese cinesi, portando così ad una reazione positiva degli investitori sulle prospettive future delle imprese e quindi ad un aumento del valore per gli azionisti.

La partecipazione dello stato nella compagine azionaria e il ruolo delle istituzioni influenzano la creazione di valore delle imprese cinesi, Chen e Young (2010), ritengono però che le imprese cinesi a partecipazione statale tendano a perseguire obiettivi politici, quali l'espansione all'estero, e che la massimizzazione del valore dell'impresa sia solo conseguenza di tali interessi politici, non un sintomo di particolare capacità gestorie o di particolare attenzione per il ritorno degli azionisti.

<sup>45</sup> DU, BOATENG, *op. cit.*, 2014

---

Le imprese cinesi partecipate dallo Stato hanno forti legami politici con il governo, maggiori risorse e minori vincoli finanziari rispetto alle imprese di proprietà privata (Zhou et al., 2012), per questo riescono ad avere un valore maggiore; le acquisizioni da parte delle imprese cinesi, creano valore proprio perché i governi e le istituzioni svolgano un ruolo decisivo a favore delle operazioni di CBM&A.

Il risultato implica che la proprietà statale con il suo accesso privilegiato alle risorse apporti valore, agli azionisti e alla società, agevolando le acquisizioni, piuttosto che occupandosi della gestione aziendale vera e propria.

#### **4.6 Statutory Board Diversity, Demographic Diversity e proprietà**

Alcuni studi condotti negli Stati Uniti da Sur (2009) e in Canada da Klein, Shapiro e Young (2005) sostengono che la diversità all'interno del board o la sua composizione siano influenzati dalla configurazione della proprietà. Sur (2009) mostra che la composizione del consiglio, le decisioni strategiche e le prestazioni siano tutte legate alla proprietà. Egli propone tre tipi di proprietà diversi rispetto all'azionariato diffuso: il blocco istituzionale, familiare o aziendale. Il comportamento istituzionale è mirato a massimizzare il valore degli azionisti all'interno di un portafoglio ben diversificato; il comportamento dei *corporate blockholder* è guidato dalla strategia del proprietario dominante; i proprietari di imprese familiari hanno un portafoglio meno diversificato e sono spesso guidati da considerazioni ideologiche o valori personali (Sur, 2009).

Per quanto riguarda le imprese familiari, la *Demographic Diversity*, e specialmente l'introduzione nel consiglio di figure più giovani può portare nuove idee e prospettive agli amministratori che rappresentino le istituzioni o la famiglia di controllo senza minacciare la loro coerenza. Tuttavia, livelli di diversità troppo

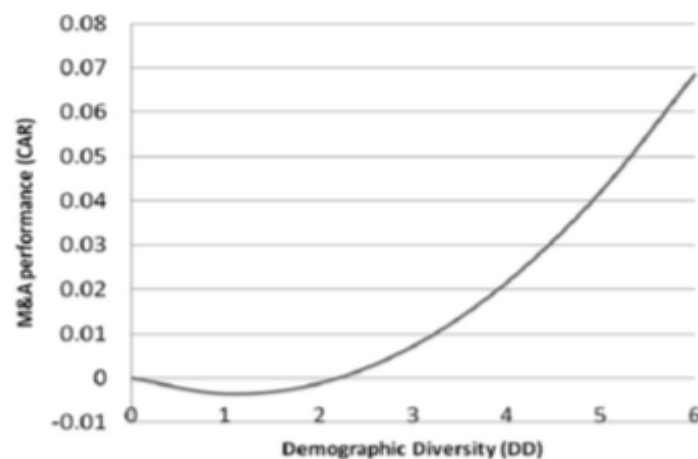
---

elevati potrebbero portare a conflitti e perdita di conoscenze specifiche detenute dai membri della famiglia (Dyer, 2006; Jones, Makri e Gomez-Mejia, 2008).

Per quanto riguarda la *Statutory Board Diversity* le imprese di famiglia non sembrerebbero differire dalle società ad azionariato diffuso.

I risultati empirici suggeriscono che gli investitori istituzionali promuovano più intensamente l'adozione di linee guida e *best practices* in tema di *governance*. Il livello di DD osservato in società ad azionariato diffuso sarebbe statisticamente superiore al livello raggiunto da imprese di investitori istituzionali o familiari.

Sulla base di un campione di 289 decisioni di M&A intraprese da imprese canadesi nel periodo 2000-2007, si ritiene che la diversità demografica abbia un effetto chiaro e non lineare sulle performance di M&A.



**Fig. 7– Relazione tra risultati delle M&A e Diversità Demografica<sup>46</sup>**

A seconda della configurazione proprietaria però tale impatto può avere però risvolti

---

<sup>46</sup> Il grafico rappresenta la relazione tra DD e M&A performance. All'inizio l'introduzione della DD nel board ha un primo effetto negative sul successo delle decisioni di acquisizione, probabilmente perché i benefici della DD sono controbilanciati dai problemi relativi alle difficoltà di integrazione. Ma oltre un certo livello, la DD inizia a valorizzare le conoscenze del consiglio e la capacità di affrontare complesse decisioni strategiche e di ottenere risultati migliori nelle decisioni M&A. W. BEN-AMAR – C. FRANCOEUR - T. HAFSI – R. LABELLE; *What Makes Better Boards? A Closer Look at Diversity and Ownership*; British Journal of Management, Vol. 24, 85–101; 2013



---

differenti, se in generale può essere definito positivo sia nel caso di proprietari istituzionali che familiari, ciò è vero solo quando la diversità si attesti a livelli moderati, e a livelli più elevati invece, è stato osservato come possa colpire negativamente le imprese familiari; la diversità statutaria sembra invece avere in entrambi i casi un'influenza limitata sull'impatto delle operazioni.

Dagli studi quindi emerge come la proprietà sia in grado di influenzare gli effetti della diversità.

#### **4.7 Uno sguardo all'Europa**

Uno studio sull'analisi dei processi di riallocazione della proprietà nei settori manifatturieri di 16 paesi europei nel biennio 2006-2007, ha verificato che operazioni di fusione ed acquisizione risultano più frequenti nei paesi in cui la proprietà azionaria è frammentata ed il mercato per il controllo societario agisce da meccanismo correttivo nei casi di inefficiente gestione delle imprese. I mercati più attivi in fusioni ed acquisizioni sono risultati essere i paesi scandinavi e il Regno Unito, mentre l'incidenza delle M&A si è rivelata molto meno frequente in Italia, le cui imprese *bidder* (o offerenti), rispetto al totale delle imprese, corrispondono ad appena la metà di quelle di Germania e Francia<sup>47</sup>.

---

<sup>47</sup> M. BELLUCCI, *Fusioni ed acquisizioni: determinanti ed effetti in un confronto europeo*, Università degli studi di Perugia, 2010

---

## 5. UN'ANALISI EMPIRICA

Dopo aver definito i concetti di *ownership* e di M&A, e aver richiamato alcuni studi in merito alle relazioni che vi intercorrono, cerchiamo di analizzare empiricamente se sussista una relazione tra il grado di concentrazione proprietaria e la probabilità di essere oggetto di operazioni di acquisizione o fusione.

### 5.1 Il campione

Esaminando diversi Paesi, quali Francia e Stati Uniti, abbiamo raccolto informazioni a proposito di tutte le società quotate soggette ad operazioni di M&A verificatesi tra il 2006 ed il 2016. Ai fini dell'indagine abbiamo preso in considerazione la data in cui è stata annunciata l'operazione<sup>48</sup>, il momento in cui il consiglio delibera lo svolgersi delle operazioni, infatti, è decisivo rispetto al momento in cui vengono semplicemente eseguite. Abbiamo cercato di fotografare la struttura proprietaria esattamente all'atto della delibera. L'orizzonte temporale si è quindi allungato, fino a coprire un arco temporale che va dal 2002 al 2016.

Le informazioni sono state estrapolate dalla banca dati Bureau VanDijck – Zephyr<sup>49</sup> ed il campione comprende società operanti in differenti settori dell'economia. Attraverso l'utilizzo di diversi filtri è stato possibile focalizzare l'attenzione su imprese con specifiche caratteristiche, in particolare sono state esaminate sia società a controllo familiare che non e, come già detto, è stato preso in considerazione un

---

<sup>48</sup> La *data di annuncio* è la data in cui vengono forniti i dettagli dell'offerta, si verifica qualora sia stata presentata un'offerta formale o qualora una delle società coinvolte nell'accordo ha confermato che l'affare deve andare avanti.

<sup>49</sup> *Zephyr* contiene informazioni sulle operazioni di M&A, IPO, Private Equity e Venture Capital e relativi rumour di tutto il mondo, con serie storica e senza alcun limite per il deal size. Il database è aggiornato costantemente e con collegamenti diretti ai bilanci delle società coinvolte nei deal. E' l'unico database che include l'overview delle società coinvolte nel deal (Informazioni anagrafiche, tipologia di attività, codici identificativi, principali dati finanziari).

---

particolare arco temporale. Le imprese acquirenti sono sia società che fondi d'investimento, fondi che invece non compaiono tra le *target*. Sono state considerate solo imprese in cui gli azionisti detenessero meno del 50% delle azioni, prima dell'operazione e più del 50% a operazione conclusa. Nel campione troviamo sia società che a seguito della fusione o acquisizione sono rimaste tra le quotate, sia quelle che al contrario non vi sono più.

Le operazioni di M&A considerate comprendono diverse classi di operazioni<sup>50</sup>:

- *Acquisition*: l'acquirente ottiene una quota di partecipazione all'*equity* pari o superiore al 50%.
- *Institutional Buy Out*: fondi d'investimento acquisiscono una partecipazione pari o superiore al 50%, o il fondo controlla una società - veicolo attraverso cui effettua l'acquisizione.
- *Capital Increase*: acquisizione del controllo di una società attraverso un aumento di capitale.
- *Management Buy In / Management Buy Out*: la società target viene venduta ad un management che è combinazione di amministratori interni ed esterni.
- *Management Buy In*: la società target viene acquisita da un team di manager esterni. Solitamente avviene in imprese familiari all'interno delle quali non vi siano membri della famiglia a cui lasciare l'impresa.
- *Management Buy Out*: tutti o parte dei manager interni acquisiscono dai precedenti proprietari una quota di partecipazione almeno pari al 50%.
- *Merger*: due o più società si fondono e la risultante è una soltanto. La conversione delle azioni tra le imprese partecipanti deve avvenire con un

---

<sup>50</sup> Zephyr - User guide, DEAL CLASSIFICATIONS – DEAL TYPE

---

rapporto 1:1, altrimenti si parlerà di acquisizione (che sarà erroneamente chiamata fusione)

Sono state prese in esame solo operazioni che siano state effettivamente completate o che comunque abbiano avuto l'approvazione a proseguire. I ricercatori di Bureau VanDijck – Zephyr attraverso diverse fonti, tra cui i bilanci ed i siti web delle società, verificano continuamente che le operazioni siano effettivamente poste in essere. Questa precisazione è importante poiché diversi database riportano annunci di operazioni di M&A, senza sincerarsi che siano state effettivamente portate a termine. Il grado di concentrazione azionaria è stato misurato attraverso l'indice di indipendenza di Bureau VanDijck, tale indice è in grado di caratterizzare il grado di indipendenza di una società nei confronti dei suoi azionisti. L'indicatore, non tiene conto di alcune classi di azionisti, considerandoli incapaci di esercitare un reale controllo sulla società, si possono riassumere come di seguito:

- *Public*
- *Azionisti privati anonimi aggregati* (più di un individuo o di una famiglia anonimi, etichettati come "Azionisti Privati", "Investitori individuali" o "altri individui");
- *Altri azionisti anonimi aggregati* (più di un azionista anonimo che ha al suo interno una miscela di società o di società e privati o famiglie)

Il grado di concentrazione viene indicato con le lettere A, B, C, D e U, e può essere ulteriormente qualificato con il segno – o con il segno +.

	Indicatori				
	A	B	C	D	U
Tipo di azionista	Partecipazione diretta o indiretta < 25%	50 % < Partecipazione diretta o indiretta > 25%	Partecipazione diretta o indiretta > 50%	Partecipazione diretta > 50%	Che non rientri nelle altre categorie

**Tab. 4 – Indice di Indipendenza di Bureau VanDijck**

---

L'indicatore A viene assegnato a qualsiasi società di cui siano registrati e noti azionisti che individualmente non detengono più del 25% di proprietà diretta o totale.

Può essere qualificato come A+, A o A-:

- A+: società con 6 o più azionisti identificati, di qualsiasi tipo e la cui percentuale di proprietà sia conosciuta
- A: società con 4 o 5 azionisti identificati e la cui percentuale di proprietà sia conosciuta
- A-: società con un numero di azionisti identificati che va da 1 a 3 e la cui percentuale di proprietà sia conosciuta

La logica di queste qualificazioni è che la probabilità di aver perso una percentuale di proprietà superiore al 25% è più basso quanto più è maggior il numero di azionisti conosciuti, così che in questi casi il grado di indipendenza della società è più sicuro.

La qualifica A+ è anche attribuita a società appartenenti al gruppo A, nelle quali la somma dei titoli diretti di proprietà (incluso tutte le categorie di azionisti) è superiore al 75%. Ciò significa che tali società non potranno avere un azionista sconosciuto che detiene il 25% o più delle partecipazioni e quindi non potranno essere identificati con un indice di indipendenza diverso da A.

Da notare che BvD classifica con A- qualsiasi società che venga menzionata in una fonte, come un report annuale, o una comunicazione privata o un *Information Provider*, come proprietario ultimo di un'altra società, anche qualora i suoi azionisti non vengano menzionati.

Come si evince da tali definizioni, le qualifiche "+" o "-" non indicano un grado di indipendenza superiore o inferiore, ma fanno riferimento al grado di affidabilità dell'indicatore attribuito.

---

Nella terminologia di BvD le società classificate con "A" sono denominate "società indipendenti".

L'indicatore B è attribuito a qualsiasi società, di cui siano noti e registrati gli azionisti, che non ha soci possessori di una quota azionaria (diretta o indiretta) superiore al 50%, ma con uno o più azionisti con una partecipazione superiore al 25%.

L'ulteriore qualificazione B+, B e B- è assegnata secondo gli stessi criteri relativi al numero di azionisti registrati, già visti per l'indicatore A.

La qualifica B+ è attribuita anche a società di classe B in cui la somma dei titoli diretti di proprietà (incluso tutte le categorie di azionisti) è pari al 50,01% o superiore. Ciò significa che l'azienda non si potrà qualificare con un indice inferiore (C), in quanto non è possibile si riveli un azionista sconosciuto che abbia il 50,01% o più del pacchetto azionario.

L'indicatore C è attribuito a qualsiasi società di cui sia registrato almeno un azionista con una partecipazione diretta o indiretta superiore al 50%.

La qualifica C+ viene attribuita anche a società rientranti nella classe C in cui però a somma dei titoli diretti di proprietà (incluso tutte le categorie di azionisti) è pari al 50,01% o superiore. Infatti, ciò significa che l'azienda si potrà qualificare con D, in quanto non potrà avere un azionista sconosciuto che detenga una partecipazione del 50,01% o superiore

L'indicatore C è assegnato ad una società anche qualora una fonte indichi che la società è detenuta da un proprietario ultimo, anche se tale percentuale di proprietà non sia nota.

---

L'indicatore D viene assegnato a qualsiasi società di cui sia registrato un azionista con una partecipazione diretta superiore al 50%.

L'indicatore U viene assegnato a società che non rientrano nelle categorie A, B, C o D ed indica un grado di indipendenza sconosciuto.

Inoltre il segno meno (-) viene assegnato a qualsiasi entità che venga considerata "indipendente" per natura, come Stati e individui, o a qualsiasi società inattive.

## 5.2 I risultati

Di seguito, distinguendo a seconda dei diversi Paesi, verranno esposti e commentati i risultati ottenuti.

### 5.2.1 Gli Stati Uniti

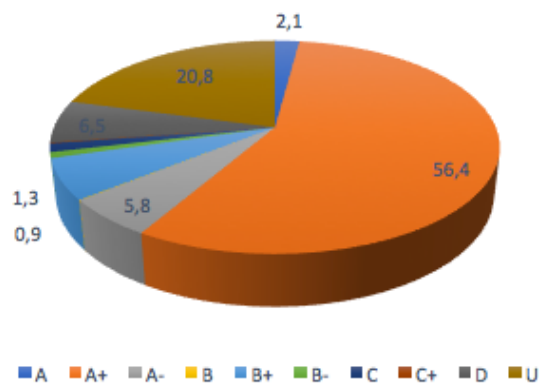
Tra il 2006 ed il 2016 sono state oggetto di operazioni di M&A 2577 imprese, il campione però ne prende in considerazione solo 1854 dato che per le restanti non è stato possibile reperire informazioni sulla distribuzione della struttura proprietaria al momento della decisione di fusione o acquisizione.

Percentuali [%]									
A	A+	A-	B	B+	B-	C	C+	D	U
2,1	56,4	5,8	0,1	6,1	0,9	1,3	0,1	6,5	20,8

**Tab. 5 – Grado di concentrazione azionaria negli Stati Uniti**

Tralasciano le società per le quali il grado di indipendenza risulta sconosciuto (U), è evidente come le società caratterizzate dalla presenza di un azionista di riferimento (B, C e D) si attestino su percentuali trascurabili.

Le società ad azionariato diffuso (A, A+, A-) rappresentano la netta maggioranza del campione e non lasciano alcun dubbio su quella che dovrebbe essere l'incidenza della proprietà nel contesto statunitense.



**Fig. 8 – Grado di indipendenza delle società statunitensi dai propri azionisti**

Si sottolinea come addirittura il 56,4% delle società oggetto di M&A sia definita classificata in A+, tali imprese sono quindi caratterizzate dal massimo grado di affidabilità dell'indicatore, sono le società indipendenti per eccellenza.

### 5.2.2 La Francia

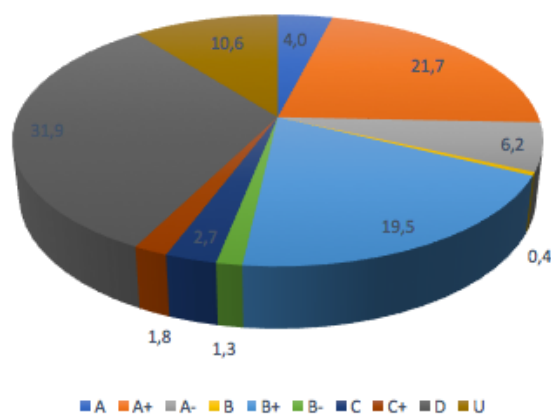
Il campione ha potuto analizzare la struttura proprietaria di 188 imprese, rispetto alle 269 oggetto di operazioni, anche in questo caso per le restanti non è stato possibile reperire informazioni utili.

Percentuali [%]									
A	A+	A-	B	B+	B-	C	C+	D	U
4,0	21,7	6,2	0,4	19,5	1,3	2,7	1,8	31,9	10,6

**Tab. 6 – Grado di concentrazione azionaria in Francia**

I risultati ottenuti ci mostrano come la maggior parte (quasi il 32%) delle imprese oggetto di M&A, riguardi imprese di cui è noto almeno un azionista con una partecipazione diretta al capitale sociale pari o superiore al 50% (D); circa il 21% delle società è caratterizzato dalla presenza di almeno un azionista con una partecipazione compresa tra il 25 ed il 50 per cento del capitale (B; B+; B-); nel complesso il 32% delle società invece è ad azionariato diffuso (A; A+; A-).





**Fig. 9 – Grado di indipendenza delle società francesi dai propri azionisti**

Di concerto quindi le società a media/alta concentrazione risultano essere quasi il 53% del campione, la concentrazione societaria sembrerebbe quindi determinare una propensione all'essere oggetto di acquisizione o fusione. Tuttavia l'elevata percentuale di società indipendenti interessate da tali operazioni non permette di giungere ad una conclusione del tutto univoca.

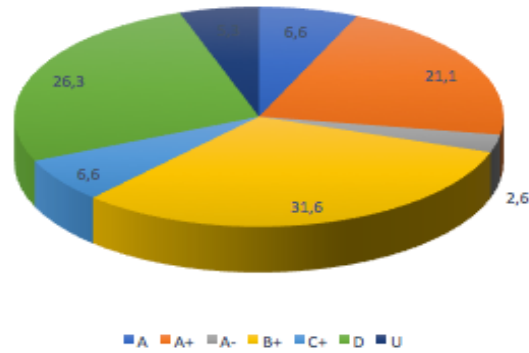
### 5.2.3 L'Italia

In Italia, nel periodo considerato, sono state oggetto di fusione o acquisizione 92 società, il campione ha potuto considerarne solo 76, di seguito viene riportata la distribuzione proprietaria di tali società.

Percentuali [%]						
A	A+	A-	B+	C+	D	U
6,6	21,1	2,6	31,6	6,6	26,3	5,3

**Tab. 7 – Grado di concentrazione azionaria in Italia**

Quasi il 32% delle società oggetto di M&A si caratterizza per la presenza di uno o più azionisti con una partecipazione compresa tra il 25 ed il 50 per cento (B+), nel 26% delle società invece troviamo almeno un azionista con una partecipazione diretta pari o superiore al 50% (D).



**Fig. 10 – Grado di indipendenza delle società italiane dai propri azionisti**

In generale le società acquisite o fuse mostrano una struttura proprietaria per lo più concentrata, infatti nel 64% dei casi, almeno un azionista ha una partecipazione significativa, mentre solo il 30% delle società risulta essere ad azionariato diffuso (A, A+, A-).

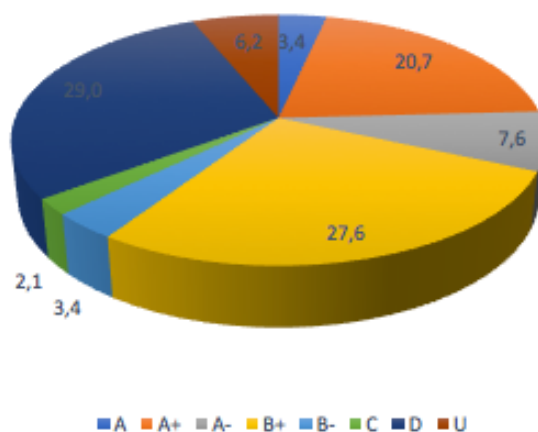
#### 5.2.4 La Germania

In Germania tra il 2006 ed il 2012 sono state completate 184 operazioni, il campione ha potuto esaminarne solo 145.

Percentuali [%]							
A	A+	A-	B+	B-	C	D	U
3,4	20,7	7,6	27,6	3,4	2,1	29,0	6,2

**Tab. 8 – Grado di concentrazione azionaria in Germania**

Quasi il 30% delle società esaminate si caratterizza per la presenza di un soggetto con una partecipazione diretta al capitale sociale pari o superiore al 50% (D), il 31% invece, sono caratterizzate dalla presenza di almeno un socio con una partecipazione compresa tra il 25 e il 50 per cento del capitale sociale (B-; B+), poco meno del 32% del campione interessa società indipendenti (A, A+, A-).



**Fig. 11 – Grado di indipendenza delle società tedesche dai propri azionisti**

Il campione ad una prima analisi risulterebbe equi distribuito, ma se si valutano di concerto le società caratterizzate dalla presenza di un azionista rilevante, società a medio/alta concentrazione, si osserva come queste rappresentino il 65% del campione. Sembrerebbe quindi che la concentrazione proprietaria influenzi positivamente la probabilità di essere oggetto di fusione o acquisizione.

### 5.2.5 La Spagna

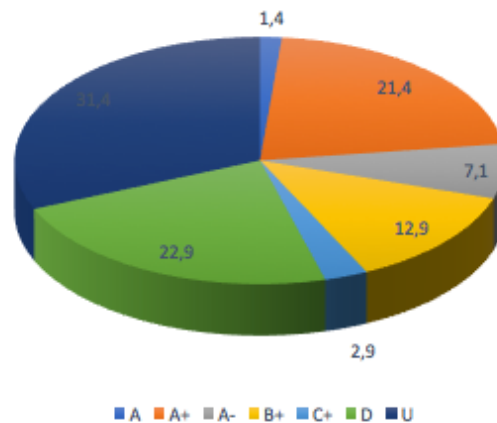
Nel periodo considerato, in Spagna, sono state portate a termine 82 operazioni tra acquisizioni e fusioni, è stato possibile risalire alla struttura proprietaria di solo 70 di esse.

Percentuali [%]						
A	A+	A-	B+	C+	D	U
1,4	21,4	7,1	12,9	2,9	22,9	31,4

**Tab. 9 – Grado di concentrazione azionaria in Spagna**

Dai dati emergono diverse discrepanze, innanzitutto per circa il 32% delle imprese in oggetto non è possibile risalire al grado di indipendenza della società rispetto ai propri azionisti (U). Tra le società per le quali invece siamo in grado di ricostruire

l'assetto proprietario, spicca come la maggior parte delle operazioni interessi tipologie d'impresa diametralmente opposte, quasi il 30% delle operazioni riguarda società ad azionariato diffuso (A; A+; A-) ma quasi il 23% delle stesse si riferisce a società a proprietà concentratissima, società in cui il socio di riferimento detiene una partecipazione diretta al capitale sociale pari o superiore al 50% (D).



**Fig. 12 – Grado di indipendenza delle società spagnole dai propri azionisti**

Se si considera che le restanti imprese vedono la presenza di almeno un socio con una partecipazione significativa (B+; C+) ci troviamo di fronte ad uno scenario, particolarmente complesso: circa un terzo delle società è ad azionariato diffuso, un terzo è a medio/alta concentrazione proprietaria, per le restanti non è possibile esprimersi.

Da quanto detto discende l'impossibilità di esprimere un qualsiasi parere sull'incidenza o meno della struttura proprietaria nelle operazioni di M&A.

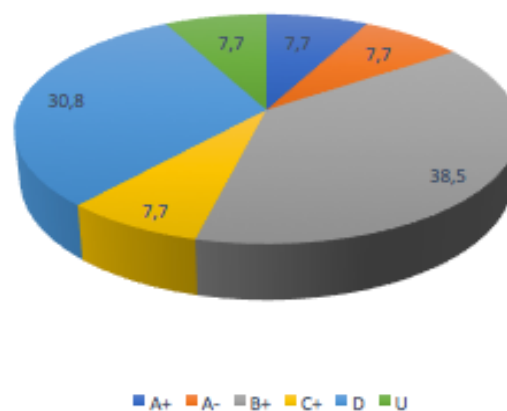
### 5.2.6 Il Portogallo

In Portogallo tra il 2006 ed il 2012, sono state oggetto di operazioni di M&A solo 18 imprese, è stato possibile reperire informazioni a proposito di 13 di esse.

Percentuali [%]					
A+	A-	B+	C+	D	U
7,7	7,7	38,5	7,7	30,8	7,7

**Tab. 9 – Grado di concentrazione azionaria in Portogallo**

I risultati mostrano come le società oggetto di tali operazioni possano essere ricondotte fondamentalmente a due grandi gruppi: il 38,5% si caratterizza per la presenza di un azionista di riferimento con una quota azionaria compresa tra il 25 ed il 50 per cento del capitale sociale (B+), e in quasi 31% il socio di riferimento detiene una partecipazione diretta al capitale sociale pari o superiore al 50% (D).



**Fig. 13 – Grado di indipendenza delle società portoghesi dai propri azionisti**

Nonostante l'esiguo numero di operazioni non garantisca la significatività dei risultati, le evidenze mostrano come nella realtà portoghese le operazioni di M&A riguardino prevalentemente società a medio/alta concentrazione proprietaria, nell'insieme infatti dette società rappresentano il 77% del campione in esame (B+, C, D).

### 5.2.7 L'Olanda

In Olanda sono state completate 89 operazioni di acquisizione e fusione, è stato possibile analizzare 56.

Percentuali [%]								
A	A+	A-	B+	B-	C	C+	D	U
3,6	35,7	3,6	23,2	3,6	1,8	3,6	21,4	3,6

Tab. 10 – Grado di concentrazione azionaria in Olanda

Circa il 43% del campione riguarda società indipendenti (A, A+, A-), quasi il 27% delle società vede la presenza di un azionista significativo, con una partecipazione tra il 25 ed il 50 per cento (B+, B-) e nel 21% dei casi il socio di riferimento partecipa direttamente al capitale sociale in misura pari o superiore al 50 per cento (D).

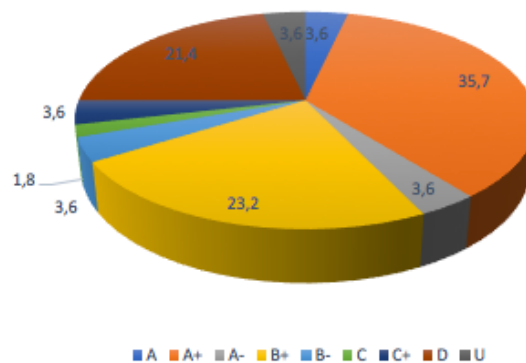


Fig. 14 – Grado di indipendenza delle società olandesi dai propri azionisti

Sembrerebbe che la diffusione proprietaria incida positivamente sulla possibilità di essere oggetto di acquisizione o fusione.

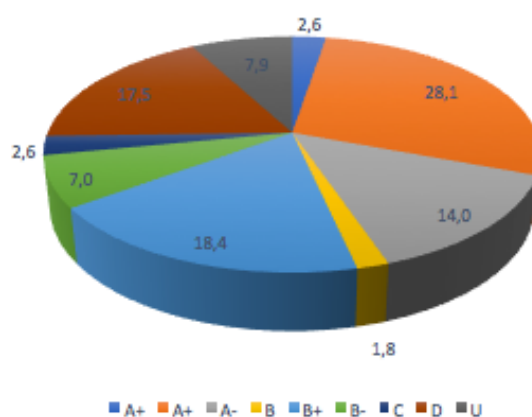
### 5.2.8 La Svezia

In Svezia sono state oggetto di acquisizione e fusione 162 imprese, è stato possibile esaminare 114 di esse.

Percentuali [%]								
A	A+	A-	B	B+	B-	C	D	U
2,6	28,1	14,0	1,8	18,4	7,0	2,6	17,5	7,9

**Tab. 11 – Grado di concentrazione azionaria in Svezia**

Complessivamente le società ad azionariato diffuso compongono il 44% del campione (A; A-; A+), rappresentandone la maggioranza.



**Fig. 15 – Grado di indipendenza delle società svedesi dai propri azionisti**

Tale maggioranza non può essere considerata in assoluto, in un'ottica d'insieme infatti le società ad azionariato mediamente concentrato (B, B+, B-) compongono il 27% del campione e le società ad azionariato fortemente concentrato si attestano al 20% (C, D); nel 47% dei casi quindi ci troviamo di fronte a realtà caratterizzate dalla presenza di almeno un socio di riferimento.

Da disamina quindi le società indipendenti risultano essere le più soggette ad operazioni di acquisizione o fusione.

### 5.2.9 La Finlandia

In Finlandia tra il 2006 e il 2016 sono state completate 40 operazioni di M&A ed è stato possibile reperire informazioni a proposito di 30 di esse.

Percentuali [%]						
A	A+	A-	B+	B-	D	U
6,7	30,0	10,0	30,0	3,3	13,3	6,7

Tab. 12 – Grado di concentrazione azionaria in Finlandia

Più del 46% delle imprese soggette a tali operazioni può essere classificata come un'impresa indipendente (A, A+, A-), il 33% delle società invece si caratterizza per la presenza di un azionista di riferimento con una quota partecipativa significativa compresa tra il 25 e il 50 per cento (B+, B-).

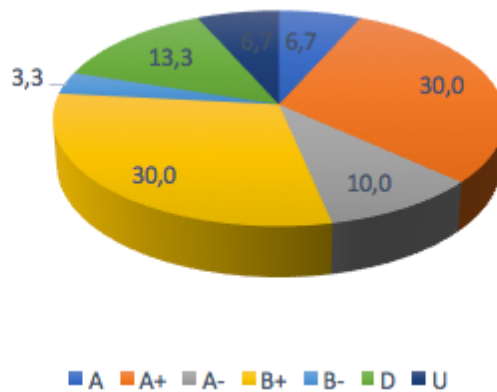


Fig. 16 – Grado di indipendenza delle società finlandesi dai propri azionisti

Sembrerebbe che le imprese ad azionariato diffuso abbiano maggiori probabilità di essere oggetto di operazioni di acquisizione o fusione, di contro però le imprese mediamente concentrate si attestano a livelli abbastanza elevati; se scomponiamo questi 2 gruppi (A e B) ci accorgiamo che le società appartenenti alle classi A+ e B+ raggiungono esattamente la stessa quota percentuale (30%) e da ciò deriva la difficoltà nel pronunciarsi in merito all'influenza della struttura proprietaria.



---

Una visione d'insieme ci permette comunque di propendere a favore della tesi secondo cui la diffusione proprietaria facilita la possibilità di essere oggetto di operazioni di M&A nel contesto finlandese.

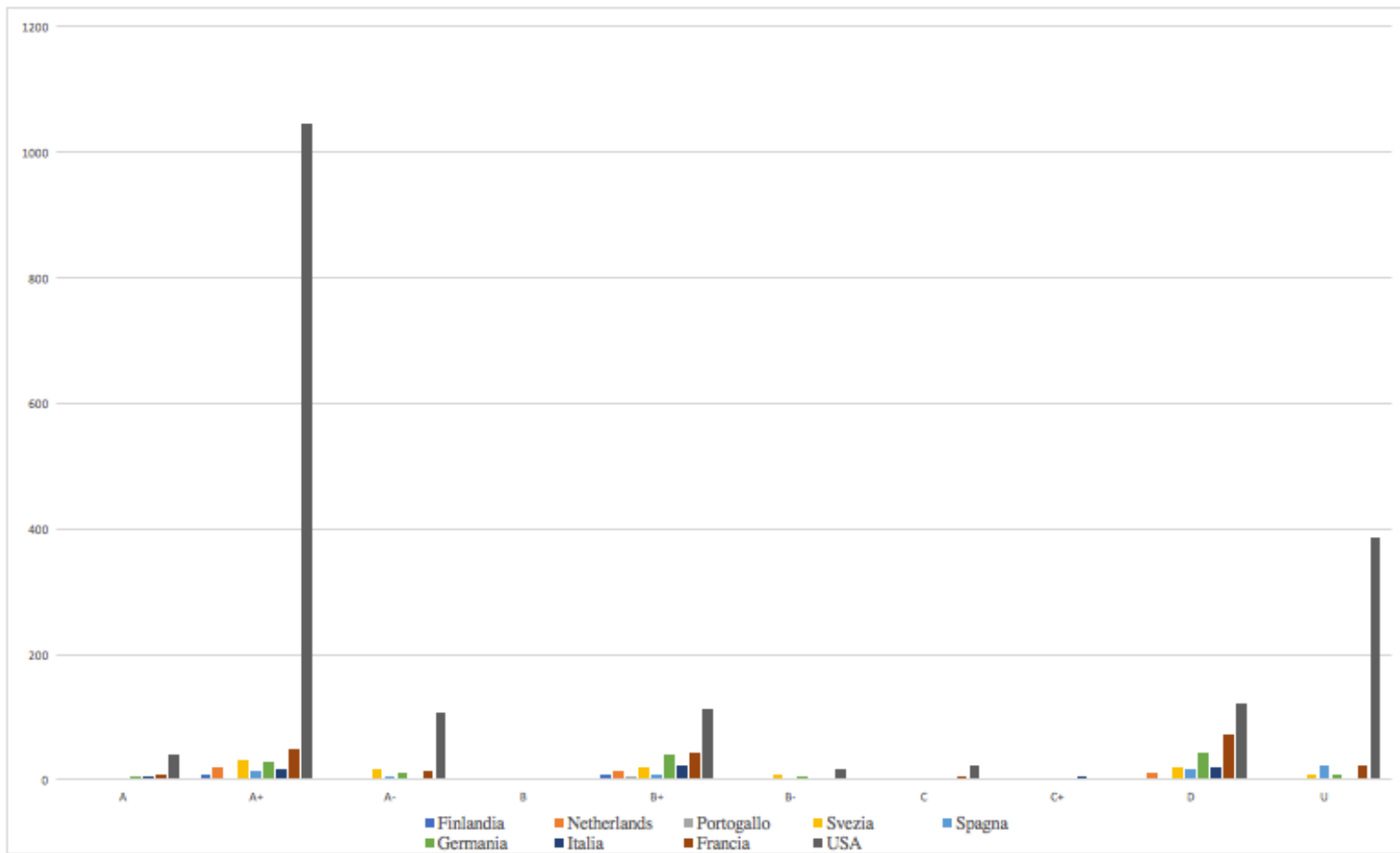
---

## 6. CONCLUSIONI

Commentando quanto emerso dagli studi effettuati non si può prescindere dal precisare come non sia possibile attribuire ai risultati ottenuti un valore assoluto, affinché le osservazioni possano essere significative sarebbe opportuno poter confrontare il campione in esame – e quindi le società oggetto di acquisizione o fusione – con le società non interessate da tali operazioni, solo potremmo verificare se la struttura proprietaria effettivamente influenzi le decisioni in campo di M&A, o se invece la distribuzione proprietaria osservata rispecchi semplicemente l'assetto tipico di ogni singolo Paese.

Uno studio più approfondito potrebbe considerare un maggior numero di variabili, ad esempio l'identità dell'azionista di controllo, così da verificare se soggetti diversi influenzino o meno le scelte in merito ad acquisizioni o fusioni.

Fermi restando i limiti dello studio effettuato sono riportate in seguito le evidenze ottenute.



**Fig. 17 - Distribuzione proprietaria complessiva**

---

Negli Stati Uniti la maggior parte delle società soggette ad operazioni di M&A è caratterizzata da azionariato diffuso e il livello di indipendenza dai propri azionisti risulta essere il più attendibile possibile, le società vengono classificate in A+. Bisogna ricordare che gli USA sono da sempre caratterizzati dalle *public company* e sono inoltre considerati la patria delle M&A, non stupisce quindi che tale binomio risulti verificato.

Spostandosi oltreoceano, in Olanda e nei Paesi Scandinavi si ottengono risultati analoghi agli USA, anche qui le società indipendenti sono le più soggette a acquisizione o fusione e l'indice di indipendenza risulta essere il più attendibile possibile, sono classificate in A+.

I Paesi Scandinavi rientrano tradizionalmente tra i sistemi di *civil law*, tipici di quelle aree in cui la proprietà risulta concentrata, le società ad azionariato diffuso dovrebbero rappresentare una minoranza, ma nonostante ciò risultano le più interessate dalle operazioni in esame.

In Italia e Portogallo le operazioni di M&A vedono protagoniste soprattutto società ad azionariato mediamente concentrato, società in cui almeno uno dei soci detiene una partecipazione significativa compresa tra il 25% ed il 50% del capitale sociale, tali società si caratterizzano quindi per la presenza di un azionista di riferimento, sono classificate in B+.

Questi paesi vengono generalmente classificati tra quelli ad azionariato concentrato, i risultati quindi non danno adito a particolari osservazioni o commenti. La struttura proprietaria potrebbe sia influenzare la probabilità di essere oggetto di acquisizione o fusione, sia rispecchiare semplicemente le caratteristiche tipicamente associate a tali paesi.

---

In Francia e Germania le società maggiormente acquisite o fuse sono ad azionariato concentratissimo, sono infatti caratterizzate dalla presenza di un socio di riferimento con una partecipazione diretta al capitale sociale superiore al 50%. Queste società sono classificate in D.

I sistemi *french civil law* e *german civil law* rientrano tra quelli caratterizzati da concentrazione proprietaria, valgono quindi le stesse considerazioni di cui sopra, rimane dubbio il ruolo o meno della struttura proprietaria. E' curioso osservare come in questi due paesi si verificano condizioni analoghe, dato che proprio al loro interno si è sviluppato e ha avuto successo il sistema duale, sistema che invece negli altri paesi fatica a prendere piede.

Non si può dire nulla a proposito della Spagna poiché la maggior parte delle società soggette ad M&A rientra nella categoria "non classificate", caratterizzandosi per un grado di indipendenza dai propri azionisti sconosciuto, rientrando quindi nella categoria U.

In questa sede possiamo solo osservare che se tralasciassimo queste società per le quali non abbiamo informazioni, allora il campione si caratterizzerebbe prevalentemente per quelle in cui un azionista di riferimento possiede una partecipazione diretta al capitale superiore al 50%, società quindi afferenti al gruppo D.

Si segnala infine come in nessuno dei Paesi esaminati sia stata osservata una prevalenza di società in cui il socio di riferimento raggiunga indirettamente una percentuale di partecipazione al capitale sociale superiore al 50%, tali società rientrano nella categoria C.

---

**Figure:**

Figura 1: I diversi ordinamenti secondo La Porta e altri (1998), p. 10;

Figura 2: Insider System e Outsider System, p. 11;

Figura 3: La relazione tra strategia, proprietà e governance p. 15;

Figura 4: Le “grandi ondate” nell’economia mondiale tra il 1985 ed il 2003, p. 26;

Figura 5: Volume mondiale di acquisizioni e fusioni dal 1995 al 2012, p. 27;

Figura 6: Effetti delle variabili istituzionali sul ritorno delle CBM&A delle imprese cinesi, p. 43;

Figura 7: Relazione tra risultati delle M&A e Diversità Demografica, p. 45;

Figura 8: Grado di indipendenza delle società statunitensi dai propri azionisti, p. 52

Figura 9: Grado di indipendenza delle società francesi dai propri azionisti, p.54;

Figura 10: Grado di indipendenza delle società italiane dai propri azionisti, p. 55;

Figura 11: Grado di indipendenza delle società tedesche dai propri azionisti, p. 56;

Figura 12: Grado di indipendenza delle società spagnole dai propri azionisti, p. 57;

Figura 13: Grado di indipendenza delle società portoghesi dai propri azionisti, p. 58;

Figura 14: Grado di indipendenza delle società olandesi dai propri azionisti, p. 59;

Figura 15: Grado di indipendenza delle società svedesi dai propri azionisti, p. 60;

Figura 16: Grado di indipendenza delle società finlandesi dai propri azionisti, p. 61;

Figura 17: Distribuzione proprietaria complessiva, p. 62;

---

**Tabelle:**

Tabella 1: Distribuzione dei diritti a tutela degli azionisti, p.10;

Tabella 2: Cross-border M&A nel 2010 p. 33;

Tabella 3: Frequenza di acquisizioni per anno

Tabella 4: Indice di Indipendenza di Bureau VanDijck, p. 49;

Tabella 5: Grado di concentrazione azionaria negli Stati Uniti, p. 52;

Tabella 6: Grado di concentrazione azionaria in Francia, p. 53;

Tabella 7: Grado di concentrazione azionaria in Italia, p. 54;

Tabella 8: Grado di concentrazione azionaria in Germania, p. 55;

Tabella 9: Grado di concentrazione azionaria in Portogallo, p. 58;

Tabella 10: Grado di concentrazione azionaria in Olanda p. 59;

Tabella 11: Grado di concentrazione azionaria in Svezia p. 60;

Tabella 12: Grado di concentrazione azionaria in Finlandia p. 61

---

## 7. RIFERIMENTI

### **Bibliografia:**

AIROLDI G., ZATTONI A., Strategia, proprietà e governance: un modello e un progetto di ricerca, in: AIROLDI G., FERRARI A., LIVATINO M., (a cura di), Gli assetti istituzionali delle imprese: un'impostazione contingency, Egea, 2005;

AMIHUD Y., LEV B., Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers, in «Bell Journal of Economics», vol. XII, n. 2, Autumn, 1981,  
Are family firms different acquirers?, University of Fribourg, 2015;

BELLUCCI M., Fusioni ed acquisizioni: determinanti ed effetti in un confronto europeo, Università degli studi di Perugia, 2010;

BEN-AMAR W., FRANCOEUR C., HAFSI T., LABELLE R.; What Makes Better Boards? A Closer Look at Diversity and Ownership; British Journal of Management, Vol. 24, 85–101; 2013;

BENFRATELLO L., Determinanti ed effetti delle fusioni e acquisizioni: un'analisi sulla base delle notifiche alle autorità antitrust, L'industria Fascicolo 3, luglio-settembre 2001, Il Mulino, Bologna;

BERLE A. A., MEANS G. C.; The modern corporation and private property, Macmillan, New York, 1932;



---

BHAUMIK S.K, SELARKA E., Does ownership concentration improve M&A outcomes in emerging markets? Evidence from India, *Journal of Corporate Finance* 18 (2012) 717–726

BOWENS B., DANKERS J., Competition and coordination: reconsidering economic cooperation in Dutch business, 1900 – 2000, *Revue Économique*, Presses de Sciences-Po, vol. 64, 2013/6;

CAIAZZA R., 2011. Cross-border M&A. Determinanti e fattori critici di successo, Giappichelli, Torino;

CHEN, Y. Y., & YOUNG, M. N. (2010). Cross-border mergers and acquisitions by Chinese listed companies: A principle-principle perspective. *Asia Pacific Journal of Management*, 27, 523–539;

CHIAPPETTA F., Diritto del Governo societario, La corporate governance delle società quotate, III edizione, CEDAM, 2013;

CICELLIN M., CONSIGLIO S., I Processi di fusione e acquisizione: le implicazioni per le risorse umane e la “soft due diligence”, Napoli, 2012;

CLASSENS, S., DJANKOV, S., LANG, L., The separation of ownership and control in East Asian corporations, *Journal of Financial Economics* 58, 2000;

---

COLLI A., Corporate governance e assetti proprietari. Genesi, dinamiche e comparazioni internazionali, Marsilio, Venezia, 2006;

DAILY CM., DALTON DR., CANNELLA AA., 2003, Corporate governance: decades of dialogue and data, *Academy of Management Review* 28(3): 371–382.

DU M., BOATENG A.; State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms, Elsevier, *International Business Review*, 2014;

DYER, W. G. (2006). 'Examining the family effect on firm performance', *Family Business Review*, 19;

EASTERBROOK FH, FISHEL DR., 1982, Corporate control transactions, *Yale Law Journal* 91: (March): 698 – 737;

EUGSTER N., Ownership Structure and Mergers and Acquisitions Decisions: Are family firms different acquirers?, University of Fribourg, 2015;

FACCIO M., LANG L.; The ultimate ownership of Western European corporations, *Journal of Financial Economics*, 2002, vol. 65, issue 3, 365-395;

---

FAMA E. F., JENSEN M. C., Corporations and Private Property, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, 1983;

FAMA E. F., JENSEN M. C., Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26, 1983;

FAN, J.P.H., et al., 2011. Corporate finance and governance in emerging markets: a selective review and agenda for future research. *J. Corp. Finance* 17, 207–214;

G. FIORI – R. TISCINI, *Economia Aziendale*, Egea, 2014;

FOLEY, C. F., and R. GREENWOOD. 2010. The Evolution of Corporate Ownership After IPO: The Impact of Investor Protection. *Review of Financial Studies* 23:1231–60;

FORESTIERI G., La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura, in G. AIROLDI-G. FORESTIERI (a cura di), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etas libri, Milano, 1998;

FRANKS J., MAYER C., VOLPIN P., WAGNER H. F.; The Life Cycle of Family Ownership: International Evidence, *The Review of Financial Studies* / v 25 n 6 2012;

GADHOUM Y., LANG L.H.P, YOUNG L.; Who control US?, in *European financial management*, vol. 11, issue 3, 2005;

---

GAUGHAN, P. A., Mergers, acquisitions, and corporate restructurings, John Wiley & Sons, 1999;

HANSEN RG, LOTT JR. 1996. Externalities and corporate objectives in a world with diversified share- holder/consumers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31(1): 43–68;

JENSEN M., MECKLING W.H.; *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, 1976

JONES, C. D., MAKRI M. and GOMEZ - MEIJA L. R. (2008). ‘Affiliate directors and perceived risk bearing in publicly traded, family-controlled firms: the case of diversification’, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32;

KLEIN, P., SHAPIRO D. and Young J., (2005). ‘Corporate governance, family ownership and firm value: the Canadian evidence’, *Corporate Governance: An International Review*, 13;

LA PORTA R., LOPEZ DE-SILANES F., SHLEIFER A.; *Corporate ownership around the world*, Harvard University, Cambridge, 1998.

MANNE H. J., Mergers and the Market for Corporate Control, *The Journal of Political Economy*, Vol. 73, No. 2. (Apr., 1965);

---

MARRIS R.L., The economic theory of "managerial" capitalism, Basic Books, 1968

MONTEFIORI C., La corporate governance e gli amministratori indipendenti. Le società quotate a controllo pubblico, Aracne, 2009;

MUELLER D., A Theory of Conglomerate Mergers, in «Quarterly Journal of Economics», vol. LXXXIII, November, 1969;

PAPETTI G., Alcune considerazioni sul fenomeno di "Merger & Acquisition, Vita e Pensiero Pubblicazioni dell'Università Cattolica del Sacro Cuore, Rivista Internazionale di Scienze Sociali, Anno 96, No. 4 (ottobre-dicembre 1988)

PERRY M.K., PORTER R, Oligopoly and the Incentive for Horizontal Merger, American Economic Review, 1985, vol. 75, issue 1;

ROE M., La public company e I suoi nemici, Il Sole 24 Ore, 2004.

SALANT S.W., SWITZER S. & REYNOLDS R. J., Losses from Horizontal Merger: The Effects of an Exogenous Change in Industry Structure on Cournot-Nash Equilibrium, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 98, No. 2 (May, 1983);

SCOTT J. (1989), Purposive Diversification as a Motive for Merger, in «International Journal of Industrial Organization», vol. VII, n. 1, March, pp. 35-47.

---

Shleifer, A., Vishny, R.W., 1988. Value maximization and the acquisition process. *J. Econ. Perspect.* 2, 7–20.

SMITH A., *The wealth of the Nations*, Ward Lock, London, 1838. Citazione ripresa da MALLIN C. A., *Corporate governance (second edition)*, Oxford University Press Inc., New York, 2007;

SPAVENTA L., *Struttura proprietaria e corporate governance*, Università degli Studi di Macerata, Macerata, 2002

SUR, S. (2009). ‘For whom the firm toils: a thesis investigating the ownership, board and performance linkages’. Unpublished doctoral dissertation, John Molson School of Business, Concordia University, Montreal.

TAMI A., *Soggetto economico e performance aziendale nel processo di privatizzazione*, Franco Angeli, Milano, 1996;

VERNA F., 2008. *La grande onda: Fusioni e acquisizioni*, Lulu Pr

WILLIAMSON O. E., Economic as an antitrust defense: the welfare tradeoffs, *The American Economic Review*, Vol. 58, No. 1 (Mar., 1968);

WILLIAMSON O. E., *Markets and hierarchies, analysis and antitrust implications : a study in the economics of internal organization*, New York, Free Press, 1975

---

ZATTONI A. (a cura di), Corporate governance, Collana Management, vol. 10, Egea, Milano, 2006;

ZHOU, B., GUO, J., HUA, J., & DOUKAS, A. J. (2012). Does state ownership drive M&A? Evidence from China. European Financial Management (in press).

**Sitografia:**

<http://www.giappichelli.it/stralci/3481603.pdf>

<http://www.statista.com/statistics/267369/volume-of-mergers-and-acquisitions-worldwide/>

<http://ssrn.com/abstract=2647878>

**Databases:**

Bureau van Dijk

---

## 8. RIASSUNTO

In questo elaborato si cercherà di analizzare se esista o meno una correlazione tra il grado di concentrazione proprietaria e la probabilità di essere oggetto di operazioni di acquisizione o fusione. Proveremo a comprendere se e come la struttura proprietaria sia in grado di condizionare le scelte in ambito di M&A.

Nel primo capitolo verrà definito il concetto di *ownership*, sarà affrontato il problema della separazione tra proprietà e controllo e verranno esaminate le diverse strutture proprietarie. Vedremo come la proprietà possa influenzare la *performance*, la strategia e la *governance* di un'impresa.

Il capitolo successivo si occuperà di definire le M&A, descriverne le motivazioni e rappresentarne le tipologie e le finalità.

Nel terzo capitolo, a scopo puramente esemplificativo, verranno richiamati alcuni studi in merito alle relazioni tra la struttura proprietaria e le decisioni o gli effetti delle operazioni di M&A.

Il cuore di questa tesi si articolerà nel quarto capitolo, attraverso un'analisi univariata, cercheremo di verificare se esista o meno una certa correlazione tra il grado di concentrazione proprietaria e la possibilità di essere oggetto di operazioni di fusione o acquisizione. Saranno analizzate tutte le società oggetto di tali operazioni tra il 2006 ed il 2016 e i dati verranno estrapolati dal database Bureau VanDijck – Zephyr.

Nel capitolo conclusivo si esporrà quanto emerso da disamina e si cercherà di effettuare un'analisi comparativa dei risultati ottenuti nei diversi Paesi.



---

Emergerà come nei paesi di stampo anglo-sassone, quindi negli USA, in Olanda e nei Paesi Scandinavi siano oggetto di acquisizione e fusione prevalentemente società ad azionariato diffuso, in Italia e Portogallo società mediamente concentrate e in Germania e Francia invece società a forte concentrazione proprietaria. Non si potrà dire nulla in merito alla Spagna.

L'assetto proprietario è una variabile d'impresa complessa che può essere definita come "la distribuzione dei diritti di proprietà tra i vari soggetti che partecipano alla vita dell'istituto<sup>51</sup>".

Per diritto di proprietà si intende sia il diritto/dovere di governo dell'istituto, ossia il diritto di prendere le decisioni aziendali, sia il diritto/dovere di godere dei risultati aziendali. Spesso questi due diritti non risultano in capo al medesimo soggetto.

Da ciò deriva una delle problematiche più rilevanti in materia di *ownership*, ossia la separazione tra proprietà e controllo. Un altro punto di fondamentale importanza è l'analisi delle caratteristiche che sembra incidano maggiormente sulla struttura proprietaria, e quindi sulle motivazioni per le quali si sono diffuse nel mondo due tipologie di assetti proprietari: la concentrazione e l'azionariato diffuso<sup>52</sup>.

Il primo ad evidenziare la problematica connessa alla separazione tra proprietà e controllo fu Adam Smith nel 1838<sup>53</sup>, tuttavia il primo contributo significativo si deve

---

<sup>51</sup> A. ZATTONI (a cura di), *Corporate governance*, Collana Management, vol. 10, Egea, Milano, 2006, pp. 146-147.

<sup>52</sup> Fonte: <http://www.giappichelli.it/stralci/3481603.pdf>

<sup>53</sup> "...the directors of such companies [joint stock companies] however being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance [as if it were their own]". v. SMITH A., *The wealth of the Nations*, Ward Lock, London, 1838. Citazione ripresa da MALLIN C. A., *Corporate governance (second edition)*, Oxford University Press Inc., New York, 2007, p. 13.

---

al lavoro di Berle e Means<sup>54</sup> che, nel 1932, per primi teorizzarono la separazione tra proprietà e controllo tipica dell'impresa capitalistica, notando come nelle imprese il ruolo dell'investitore sia separato da quello dell'imprenditore; dalla pubblicazione degli studi di Jensen e Meckling (1976) il problema del potere e della discrezionalità del *management* comincia ad essere considerato come un problema di agenzia<sup>55</sup>. La disgiunzione della proprietà dal controllo dà luogo a un rapporto di agenzia fra un delegante (principale), l'azionista, e un delegato (agente), colui che gestisce effettivamente l'impresa. Tale relazione diviene problematica al verificarsi di due condizioni: l'incertezza e l'asimmetria informativa. La presenza di asimmetria informativa e di incertezza determinano i costi di agenzia, tali costi non possono essere in alcun modo eliminati, ma semplicemente minimizzati.

Nel caso di proprietà diffusa nessun azionista è in grado di controllare l'operato del manager, questi può non solo compiere scelte sbagliate, ma anche perseguire disegni di potere impiegando discrezionalmente le risorse societarie. Gli azionisti non hanno modo di esprimersi sulla convenienza di progetti di espansione e di acquisizioni realizzati con il ricorso a fondi interni o all'indebitamento, in alternativa a una maggiore distribuzione di utili o a minori oneri da indebitamento, non sono in grado di esercitare una efficace azione di monitoraggio, sia per mancanza di informazione, sia perché si manifesta un problema detto "di azione collettiva", in quanto ogni azionista minoritario certamente beneficia di iniziative di controllo assunte da altri, ma, da solo, non ha mezzi e incentivi sufficienti ad assumerle.

---

<sup>54</sup> BERLE A. A. – MEANS G. C., *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York, 1932.

<sup>55</sup> C. MONTEFIORI, *La corporate governance e gli amministratori indipendenti. Le società quotate a controllo pubblico*, Aracne, 2009, p. 20

---

I problemi indicati vengono almeno in parte risolti quando un azionista di controllo, o quanto meno con una partecipazione rilevante, essendo titolare di una quota rilevante dei diritti sul reddito dell'impresa (*security benefits*), internalizza i costi e i benefici delle decisioni aziendali. La condivisione con tutti gli altri soci dei vantaggi del controllo riduce il costo del monitoraggio, e quindi il costo complessivo d'agenzia. In questo caso, tuttavia, l'azionista di minoranza deve sopportare altri costi, secondo parte della letteratura "il problema di agenzia principale nelle grandi aziende di tutto il mondo è quello di limitare l'espropriazione degli azionisti di minoranza da parte degli azionisti di controllo"<sup>56</sup>.

Le forme intermedie fra proprietà diffusa e concentrata possono esaltare o mitigare i problemi di cui sopra. Il *trade-off* fra più attento monitoraggio e maggiori benefici privati peggiora decisamente qualora il controllante riesca a ridurre il rapporto fra quota di proprietà e quota di controllo.

Quando invece ad un azionista di maggioranza relativa si affianchi un altro azionista forte, in grado di controllare il primo, il *trade-off* migliora, poiché il secondo socio vincolerà la libertà di azione del primo<sup>57</sup>.

Berle e Means, nello studio del 1932, sostengono che «parallelamente alla concentrazione del potere economico si sia manifestata, come conseguenza e allo stesso tempo come causa di essa, una sempre maggiore dispersione del possesso delle azioni». Secondo i due studiosi nell'arco di un secolo metà delle società, incluse nella lista delle duecento grandi del 1919, sarebbero state ancora rappresentate nella lista, dieci direttamente e novanta come fuse in quelle stesse

---

<sup>56</sup> La Porta et al. (1998)

<sup>57</sup> L. SPAVENTA, *Struttura proprietaria e corporate governance*, Università degli Studi di Macerata, Macerata, 2002

---

dieci. Le previsioni di Berle e Means non si sono in realtà avverate. Numerosi studi affermano infatti che la concentrazione complessiva nelle più grandi imprese industriali sia rimasta assai stabile. A differenza di quanto preannunciato dagli autori, inoltre, la polverizzazione azionaria non risulta essere la forma più diffusa a livello mondiale, in Europa continuano a prevalere forme basate su proprietà personale-familiare, statale e bancaria<sup>58</sup>.

Se si analizzano diversi paesi industrializzati ci si imbatte in modelli societari estremamente variegati, nei casi anglosassoni la proprietà delle imprese quotate risulta particolarmente frammentata, mentre al contrario in paesi come Italia e Germania le imprese sono caratterizzate da forte concentrazione azionaria<sup>59</sup>.

Si è quindi cercato di individuare quali siano i tratti distintivi che portino una nazione a propendere per la concentrazione azionaria, per la polverizzazione o per soluzioni ibride o intermedie, che si adattino al meglio alla realtà delle imprese nazionali. La scelta, come premesso, dipende fondamentalmente da due variabili:

- la realtà storica, culturale, politica e giuridica delle Nazioni;
- la tipologia e la stabilità dei proprietari delle imprese.

Analizzando i diversi approcci, otteniamo gli stessi risultati; ovvero la divisione negli assetti proprietari tra due diversi modelli di concentrazione e di frammentazione proprietaria porta alla stessa divisione territoriale. Da un lato le *public company* proprie dei sistemi anglosassoni e caratterizzate da: mancanza di socialdemocrazia, sistema giuridico di *common law*, elevato sfruttamento del mercato borsistico; e dall'altro il modello di concentrazione azionaria tipico della maggior parte dei paesi

---

<sup>58</sup> Tratto da A. COLLI, *Corporate governance e assetti proprietari. Genesi, dinamiche e comparazioni internazionali*, Marsilio, Venezia, 2006, p. 42.

<sup>59</sup> A. COLLI, *op. cit.*, 2006, p. 39.

---

europei, caratterizzato da: socialdemocrazia, sistema giuridico di *civil law*, scarso utilizzo del mercato borsistico.

L'identità degli azionisti determina il tipo di condizionamento che gli azionisti intendono esercitare sugli obiettivi e sulla strategia della società. Gli investitori istituzionali mirano alla creazione di valore a lungo termine, lo Stato tende a considerare non solo gli aspetti strettamente economici, ma anche i benefici indiretti, come l'occupazione o il benessere locale, gli imprenditori mirano a massimizzare i propri guadagni personali.

Per quanto riguarda la relazione tra proprietà e *performance*, riprendendo la teoria dell'agenzia, è possibile ricostruire una relazione diretta tra il grado di concentrazione dell'azionariato e la creazione di valore di una società, in breve la dispersione dell'azionariato favorisce i top manager, che possono appropriarsi più facilmente di benefici personali, a danno degli azionisti. Seguendo questa teoria una società controllata totalmente da un imprenditore crea maggior valore rispetto ad una società controllata da un socio di maggioranza, che a sua volta crea maggior valore di una società ad azionariato diffuso.

Gli studi empirici non sono giunti a risultati univoci, anche se sembra propendere per una conferma delle ipotesi appena descritte.

Alcuni lavori hanno analizzato la relazione tra struttura proprietaria e *performance*, non solo analizzando la concentrazione proprietaria, ma indagando anche la natura degli azionisti; anche in questo caso non si è giunti a conclusioni univoche.

Le imprese sono caratterizzate da una grande varietà di assetti proprietari, strategici e

---

di *governance*, tali variabili si assume siano interessate da relazioni di causalità e coerenza reciproca, il più delle volte influenzate anche da variabili ambientali.

Le imprese sono continuo oggetto di studio e vengono analizzate sotto numerosissimi aspetti, è quindi difficile riassumere in poche tipologie tutte le variabili che le differenziano le une dalle altre. A scopo esemplificativo è possibile classificarle tenendo conto di quattro macro-variabili<sup>60</sup>:

- La dimensione aziendale e la dispersione della struttura azionaria;
- Le forme di governo giuridiche alternative alla società di capitali “classica”;
- Il controllo o l’influenza rilevante esercitata dallo Stato;
- Il tipo e l’intensità delle relazioni tra imprese.

Le imprese, dovendo scegliere tra crescita per via interna, basata sullo sfruttamento delle risorse e delle tecnologie preesistenti, e crescita per via esterna, formalizzata attraverso accordi, partnership, fusioni ed acquisizioni, solitamente tendono a considerare più semplice e conveniente il secondo approccio. Le M&A<sup>61</sup>, infatti, garantiscono la possibilità di attuare strategie a livello corporate in tempi ristretti e poco dispendiosi.

Le fusioni e acquisizioni (M&A) costituiscono un’ampia classe di operazioni, finalizzate a riprogettare la struttura dell’azienda e principalmente gli assetti organizzativi e le caratteristiche dell’organismo personale. Si tratta, tuttavia, di operazioni complesse e rischiose che solo raramente raggiungono in pieno gli obiettivi dichiarati di creazione del valore e di miglioramento delle posizioni

---

<sup>60</sup> A. ZATTONI (a cura di), *Corporate governance*, Collana Management, vol. 10, Egea, Milano, 2006, p.175.

<sup>61</sup> Mergers and Acquisitions

---

competitive<sup>62</sup>. Si ha una operazione di acquisizione quando una azienda acquisisce il controllo totale o parziale di un'altra, lasciando però separate e distinte le due entità giuridiche. L'acquisizione può essere diretta, cioè contattando direttamente gli azionisti, o indiretta, ricorrendo al mercato borsistico, sia tramite rastrellamento che tramite OPA (offerta pubblica di acquisto); è intuitivo che le acquisizioni indirette possano riguardare solo società quotate. Le acquisizioni possono riguardare la totalità delle azioni di una compagnia o solo il pacchetto di controllo; per quanto riguarda le OPA, almeno nei paesi in cui esse vengono regolamentate. Le acquisizioni possono essere amichevoli, e cioè con il consenso dei vertici della compagnia da acquisire, o ostili, e cioè senza questo consenso. Si ha un'operazione di fusione quando due o più aziende si fondono in modo tale che da due o più entità giuridiche separate e distinte ne risulti, dopo l'operazione, una sola<sup>63</sup>. La fusione può compiersi in due modi: mediante *fusione per unione*, attraverso la costituzione di una nuova società, o mediante *fusione per incorporazione*, attraverso l'assorbimento in una società di una o più altre.

Dal punto di vista delle motivazioni che spingono ad attuare operazioni di M&A, esistono tre principali filoni di analisi.

Un primo filone mette in evidenza motivazioni di tipo reale: le acquisizioni sarebbero attuate per ottenere un maggiore profitto, reso possibile da efficienze di

---

<sup>62</sup> M. CICELLIN. – S.CONSIGLIO, *I Processi di fusione e acquisizione: le implicazioni per le risorse umane e la "soft due diligence"*, Napoli, 2012, p. 1.

<sup>63</sup> G. PAPETTI, *Alcune considerazioni sul fenomeno di "Merger & Acquisition"*, Vita e Pensiero – Pubblicazioni dell'Università Cattolica del Sacro Cuore, Rivista Internazionale di Scienze Sociali, Anno 96, No. 4 (ottobre-dicembre 1988), pp. 715-726

---

costo ovvero da un aumento del potere di mercato<sup>64</sup>. Una seconda impostazione (Marris, 1964 e, sulle fusioni, Mueller, 1969) si incentra sulla separazione tra *ownership and control*, individuando nella massimizzazione della funzione di utilità dei manager il motivo delle acquisizioni. Infine, una terza impostazione, si rifà al concetto, elaborato nel mondo anglosassone (Manne, 1965) di *market for corporate control*. Secondo tale impostazione le imprese target sarebbero quelle gestite in modo inefficiente, per le quali l'acquirente suppone, mediante sostituzione del vecchio *team management*, di poterne migliorare la gestione. Le diverse motivazioni sottostanti alle acquisizioni dovrebbe quindi riflettere diverse peculiarità delle imprese coinvolte in passaggi di proprietà.

“I principali obiettivi delle operazioni di M&A sono la razionalizzazione operativa e la razionalizzazione della posizione di competitività, mediante le quali procedere alla creazione di maggior valore<sup>65</sup>”.

La razionalizzazione operativa interessa lo sfruttamento delle economie di produzione: *economie di scala, economie di scopo, economie di esperienza*. La razionalizzazione della posizione competitiva, invece, si focalizza su tre obiettivi in particolare: *il rafforzamento della quota di mercato, la diversificazione del rischio, la crescita dimensionale*.

Si riportano in seguito, a scopo puramente esemplificativo, alcuni studi condotti sulla relazione tra assetti proprietarie e operazioni di M&A, studi volti a verificare se il

---

<sup>64</sup> Il contributo di Williamson (1968) sulle fusioni orizzontali e la letteratura generata nel quadro del paradigma Struttura-Condotto-Performance sono esemplificativi. Allo stesso filone appartengono contributi più recenti quali quello di Williamson (1975) sulla riduzione dei costi di transazione nelle fusioni verticali e quello di Scott (1989) sul *multimarket contact* nelle fusioni conglomerati.

<sup>65</sup> VERNA F., 2008. *La grande onda: Fusioni e acquisizioni*, Lulu Pr



---

grado di concentrazione azionaria e le diverse configurazioni proprietarie siano in grado di influenzare le decisioni in merito alle operazioni di M&A, o di influire sugli effetti *ex-post* di dette operazioni.

Parte della letteratura ha dimostrato che la probabilità di impegnarsi in M&A diminuisce quando l'azionista di controllo sia una famiglia, ed è ancora minore qualora sia un unico membro della famiglia a controllare la società o qualora la famiglia la gestisca attivamente. La creazione o meno di valore a seguito di M&A, invece, non sembra essere influenzata dalla struttura proprietaria. Diversi studi hanno dimostrato che le imprese di famiglia effettuano meno acquisizioni rispetto alle imprese non familiari e alle grandi aziende, trovarsi di fronte ad una famiglia quale azionista principale diminuisce quindi la probabilità di lanciare un M&A.

Analizzando le decisioni in merito alle fusioni, e le conseguenze che tali decisioni comportano, nell'economia giapponese, i risultati empirici sembrerebbero suggerire che le imprese familiari abbiano meno probabilità di fondersi rispetto alle imprese non familiari e che le imprese non familiari beneficino maggiormente delle fusioni rispetto alle imprese familiari.

In uno studio globale sulle IPO<sup>66</sup> di imprese operanti in trentacinque paesi, Foley e Greenwood (2010) osservano che la concentrazione azionaria diminuisce più rapidamente nelle aziende di paesi in cui la protezione degli investitori è maggiore rispetto a quelli in cui tale protezione è più debole. Studi più recenti<sup>67</sup>, hanno invece focalizzato l'attenzione sull'evoluzione, nel tempo e tra i vari paesi, del controllo della famiglia in aziende quotate e private, piuttosto che sulla concentrazione degli

---

<sup>66</sup> Un'offerta pubblica iniziale o IPO (dall'inglese *initial public offering*) è un'offerta al pubblico dei titoli di una società che intende quotarsi per la prima volta su un mercato regolamentato.

<sup>67</sup> J. FRANKS – C. MAYER – P. VOLPIN – H. F. WAGNER, *The Life Cycle of Family Ownership: International Evidence*, *The Review of Financial Studies* / v 25 n 6 2012

---

azionisti in tali imprese. Gli studi confermerebbero quanto asserito dalla teoria del ciclo di vita della proprietà<sup>68</sup> a controllo familiare, ma solo nei paesi a forte protezione degli investitori, con mercati finanziari sviluppati e mercati attivi per il controllo societario, mentre smentirebbe tale ipotesi negli altri.

La prima letteratura sull'M&A afferma che tali operazioni non riescano ad aggiungere valore o contribuire al benessere finanziario dell'impresa acquirente, la spiegazione dominante sarebbe il noto conflitto di agenzia. Alcuni studi successivi hanno allora ipotizzato che la concentrazione proprietaria nelle mani degli addetti ai lavori possa migliorare i conflitti di agenzia e, quindi, influenzare positivamente le performance della società post-M&A. Di contro si potrebbe considerare che mentre la concentrazione riduce i problemi di agenzia del primo tipo (tra manager e proprietari), che potrebbero essere responsabili dei risultati negativi delle M&A, in molti casi potrebbe innescare problemi di agenzia di tipo due (tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza).

Parte degli studi sulle operazioni di M&A, si è soffermata ad osservare come i proprietari non sempre siano affiliati ad una sola delle imprese coinvolte, ma come in molti casi le imprese acquisite e target includano anche azionisti "sovrapposti", cioè che contemporaneamente detengano partecipazioni sia nell'impresa acquirente che nella *target*. I soci con partecipazioni in una sola delle società coinvolte nell'operazione ed i soci "in sovrapposizione" potrebbero avere interessi eterogenei, ciò potrebbe compromettere l'efficacia del monitoraggio da parte dei proprietari, facilitando comportamenti opportunistici da parte del management. Da un punto di vista pratico, la sovrapposizione della proprietà influenza la propensione ad acquisire

---

<sup>68</sup> Secondo la "*Life Cycle View*" il controllo familiare è correlato negativamente con l'età di una società.

---

le imprese o ad impegnarsi in operazioni di M&A sub-ottimali, inoltre potrebbe creare problemi di asimmetria informativa tra le due classi di azionisti.

Recenti studi<sup>69</sup>, sulle CBM&A<sup>70</sup> in Cina, si sono prefissati un duplice obiettivo: (i) studiare se il coinvolgimento del governo attraverso imprese statali crei valore per le imprese cinesi che acquisiscono; (II) esaminare l'impatto delle istituzioni sul valore per gli azionisti delle imprese acquirenti cinesi. I risultati suggeriscono che la proprietà statale con il suo accesso privilegiato alle risorse apporti valore agli azionisti e alla società agevolando le acquisizioni.

Alcuni studi condotti negli Stati Uniti da Sur (2009) e in Canada da Klein, Shapiro e Young (2005) sostengono che la diversità all'interno del *board* o la sua composizione siano influenzati dalla configurazione della proprietà.

Uno studio sull'analisi dei processi di riallocazione della proprietà nei settori manifatturieri di diversi paesi europei ha verificato che operazioni di fusione ed acquisizione risultano più frequenti nei paesi in cui la proprietà azionaria è frammentata ed il mercato per il controllo societario agisce da meccanismo correttivo nei casi di inefficiente gestione delle imprese.

Cerchiamo di analizzare empiricamente se sussista o meno una relazione tra il grado di concentrazione proprietaria e la probabilità di essere oggetto di operazioni di acquisizione o fusione.

Esaminando diversi Paesi, quali Francia e Stati Uniti, abbiamo raccolto informazioni a proposito di tutte le società quotate soggette ad operazioni di M&A verificatesi tra il 2006 ed il 2016. Ai fini dell'indagine abbiamo preso in considerazione la data in

---

<sup>69</sup> M. DU – A. BOATENG, *State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms*, Elsevier, International Business Review, 2014

<sup>70</sup> *Cross-border M&A*

---

cui è stata annunciata l'operazione<sup>71</sup>. Abbiamo cercato di fotografare la struttura proprietaria esattamente all'atto della delibera. L'orizzonte temporale si è quindi allungato, fino a coprire un arco temporale che va dal 2002 al 2016. Le informazioni sono state estrapolate dalla banca dati Bureau VanDijck – Zephyr<sup>72</sup> ed il campione comprende società operanti in differenti settori dell'economia. Attraverso l'utilizzo di diversi filtri è stato possibile focalizzare l'attenzione su imprese con specifiche caratteristiche, in particolare sono state esaminate sia società a controllo familiare che non e, come già detto, è stato preso in considerazione un particolare arco temporale.

Le operazioni di M&A considerate comprendono diverse classi di operazioni<sup>73</sup>:

- *Acquisition*
- *Institutional Buy Out*
- *Capital Increase*
- *Management Buy In / Management Buy Out*
- *Management Buy In*
- *Management Buy Out*
- *Merger*

Sono state prese in esame solo operazioni che siano state effettivamente completate o che comunque abbiano avuto l'approvazione a proseguire.

---

<sup>71</sup> La *data di annuncio* è la data in cui vengono forniti i dettagli dell'offerta, si verifica qualora sia stata presentata un'offerta formale o qualora una delle società coinvolte nell'accordo ha confermato che l'affare deve andare avanti.

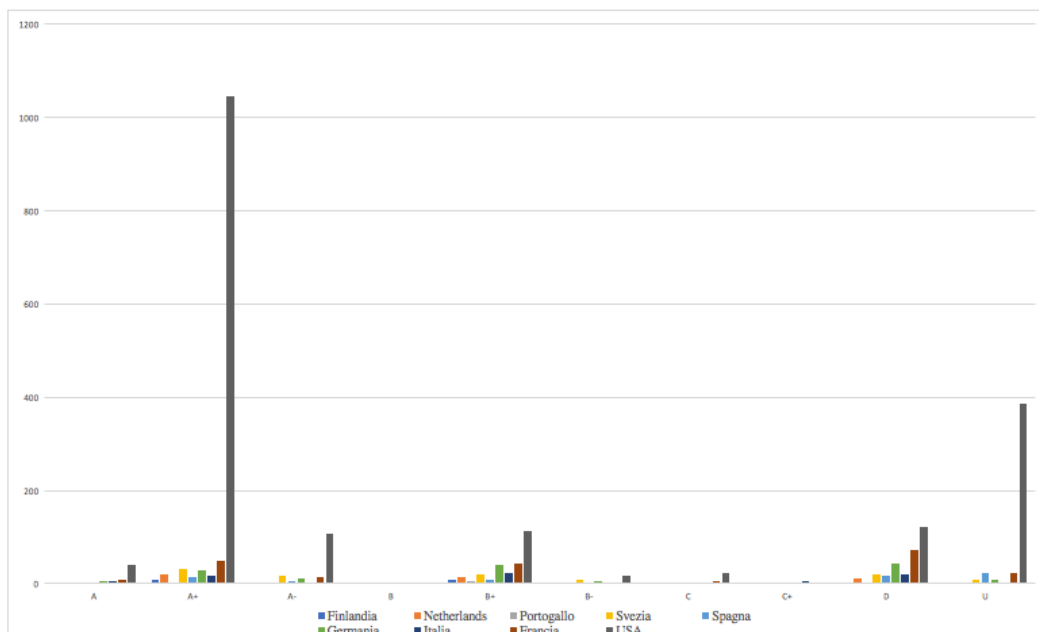
<sup>72</sup> *Zephyr* contiene informazioni sulle operazioni di M&A, IPO, Private Equity e Venture Capital e relativi rumour di tutto il mondo, con serie storica e senza alcun limite per il deal size. Il database è aggiornato costantemente e con collegamenti diretti ai bilanci delle società coinvolte nei deal. È l'unico database che include l'overview delle società coinvolte nel deal (Informazioni anagrafiche, tipologia di attività, codici identificativi, principali dati finanziari).

<sup>73</sup> Zephyr - User guide, DEAL CLASSIFICATIONS – DEAL TYPE

---

Il grado di concentrazione azionaria è stato misurato attraverso l'indice di indipendenza di Bureau VanDijck, tale indice è in grado di caratterizzare il grado di indipendenza di una società nei confronti dei suoi azionisti. Il grado di concentrazione viene indicato con le lettere A, B, C, D e U, e può essere ulteriormente qualificato con il segno – o con il segno +.

Commentiamo quanto emerso dagli studi effettuati, precisando come non sia possibile attribuire ai risultati ottenuti un valore assoluto, affinché le osservazioni possano essere significative sarebbe opportuno poter confrontare il campione in esame – e quindi le società oggetto di acquisizione o fusione – con le società non interessate da tali operazioni, solo così sarebbe possibile verificare se la struttura proprietaria effettivamente influenzi le decisioni in campo di M&A, o se invece la distribuzione proprietaria osservata non rispecchi semplicemente l'assetto tipico di ogni singolo Paese. Uno studio più approfondito potrebbe considerare un maggior numero di variabili, ad esempio l'identità dell'azionista di controllo, così da verificare se soggetti diversi influenzano o meno le scelte in merito ad acquisizioni o fusioni. Fermi restando i limiti dello studio effettuato sono riportate in seguito le evidenze ottenute.



Negli Stati Uniti la maggior parte delle società soggette ad operazioni di M&A è caratterizzata da azionariato diffuso e il livello di indipendenza dai propri azionisti risulta essere il più attendibile possibile, le società vengono classificate in A+. Bisogna ricordare che gli USA sono da sempre caratterizzati dalle *public company* e sono inoltre considerati la patria delle M&A, non stupisce quindi che tale binomio risulti verificato.

Spostandosi oltreoceano, in Olanda e nei Paesi Scandinavi si ottengono risultati analoghi agli USA, anche qui le società indipendenti sono le più soggette a acquisizione o fusione e l'indice di indipendenza risulta essere il più attendibile possibile, sono classificate in A+.

I Paesi Scandinavi rientrano tradizionalmente tra i sistemi di *civil law*, tipici di quelle aree in cui la proprietà risulta concentrata, le società ad azionariato diffuso dovrebbero quindi rappresentare una minoranza, ma nonostante ciò risultano comunque le più interessate dalle operazioni in esame.

---

In Italia e Portogallo le operazioni di M&A vedono protagoniste soprattutto società ad azionariato mediamente concentrato, società in cui almeno uno dei soci detiene una partecipazione significativa compresa tra il 25% ed il 50% del capitale sociale, tali società si caratterizzano quindi per la presenza di un azionista di riferimento, sono classificate in B+.

Questi paesi vengono generalmente classificati tra quelli ad azionariato concentrato, i risultati quindi non danno adito a particolari osservazioni o commenti. La struttura proprietaria potrebbe sia influenzare la probabilità di essere oggetto di acquisizione o fusione, sia rispecchiare semplicemente le caratteristiche tipicamente associate a tali paesi.

In Francia e Germania le società maggiormente acquisite o fuse sono ad azionariato concentratissimo, sono infatti caratterizzate dalla presenza di un socio di riferimento con una partecipazione diretta al capitale sociale superiore al 50%. Queste società sono classificate in D.

I sistemi *french civil law* e *german civil law* rientrano tra quelli caratterizzati da concentrazione proprietaria, valgono quindi le stesse considerazioni di cui sopra, rimane dubbio il ruolo o meno della struttura proprietaria. E' curioso osservare come in questi due paesi si verificano condizioni analoghe, dato che proprio al loro interno si è sviluppato e ha avuto successo il sistema duale, sistema che invece negli altri paesi fatica a prendere piede.

Non si può dire nulla a proposito della Spagna poiché la maggior parte delle società soggette ad M&A rientra nella categoria "non classificate", caratterizzandosi per un grado di indipendenza dai propri azionisti sconosciuto, rientrando quindi nella categoria U.

---

In questa sede possiamo solo osservare che se tralasciassimo queste società per le quali non abbiamo informazioni, allora il campione si caratterizzerebbe prevalentemente per quelle in cui l'azionista di riferimento possiede una partecipazione diretta al capitale superiore al 50%, società quindi afferenti al gruppo D.

Si segnala infine come in nessuno dei Paesi esaminati sia stata osservata una prevalenza di società in cui il socio di riferimento raggiunga indirettamente una percentuale di partecipazione al capitale sociale superiore al 50%, tali società rientrano nella categoria C.