

LUISS



Corso di laurea in
Strategic Management

Cattedra di Finanza Aziendale Avanzato

ANALISI DEI RENDIMENTI DELLE DIVERSE

TIPOLOGIE DI M&A

Prof. Rosella Santella

RELATORE

Prof. Matteo Rossi

CORRELATORE

Valerio Sorrentino

CANDIDATO

Anno accademico 2023/2024

ANALISI DEI RENDIMENTI DELLE DIVERSE TIPOLOGIE DI M&A

Sommario

Introduzione	4
Capitolo 1 - Le operazioni di M&A: definizioni, storia e i trend per il futuro	6
1.1 Fusioni e acquisizioni.....	6
1.2 Le fasi del processo.....	7
1.3 Merger waves	9
1.4 M&A dal 2010 a oggi.....	13
1.5 Strumenti e Trend che influenzano l'attività di M&A	18
1.5.1 Private equity	18
1.5.2 Special Purpose Acquisition Company	20
1.5.3 Sostenibilità e M&A.....	22
1.5.4 L'impatto dell'AI	23
Capitolo 2 – Le tipologie di M&A	24
2.1 M&A verticali	24
2.2 M&A orizzontali	29
2.3 M&A conglomerate.....	32
2.4 Domanda di ricerca	36
2.5 Revisione della letteratura.....	37
2.5.1 Modelli di riferimento	37
2.5.2 Event Studies.....	41
Capitolo 3 - Metodologia	48
3.1 Definizione del campione.....	48
3.2 Il modello	50
3.3 Intervallo di tempo	52
3.4 Analisi statistica	53
Capitolo 4 - Commento dei risultati	56
4.1 Analisi dei risultati totali	56
4.2 Analisi dei risultati delle aziende acquirenti	63
4.3 Analisi dei risultati delle aziende acquisite	65
4.4 Confronto con gli studi precedenti.....	76
4.5 Limiti della ricerca	78
4.6 Nuove prospettive di ricerca.....	80
Conclusioni.....	82

Indice di Tabelle e Figure

Tabella 1 - Risultato del CAR delle tipologie M&A	56
Tabella 2 - Bootstrap Confronto Tipologie M&A	58
Tabella 3 - Kruskal Wallis Confronto Tipologie M&A.....	58
Tabella 4 – CAR di Openjonmetis	60
Tabella 5 - CAR Acquirenti e Acquisite	61
Tabella 6 - Bootstrap Confronto tra Acquirenti e Acquisite	61
Tabella 7 - U di Mann-Whitney Confronto tra Acquirenti e Acquisite	61
Tabella 8 - CAR Tipologia M&A delle Aziende Acquirenti	63
Tabella 9 - CAR Aziende Acquirenti Cross-border.....	64
Tabella 10 - CAR tipologia M&A delle Aziende Acquisite	65
Tabella 11 – Bootstrap Confronto Tipologia Acquisite.....	66
Tabella 12 - Kruskal Wallis Confronto Tipologia Acquisite	66
Tabella 13 - CAR Aziende Acquisite Nazionali e Cross-border	67
Tabella 14 - Confronto Aziende Acquisite Cross-border	68
Tabella 15 – Bootstrap Confronto Tipologie Acquisita da Acquirente Estera	69
Tabella 16 – Kruskal- Wallis Confronto Tipologia Acquisita da Acquirente Estera	70
Tabella 17 - CAR di Isagro S.p.A.....	70
Tabella 18 - CAR Aziende Acquisite Estere e Italiane.....	72
Tabella 19 - Bootstrap Aziende Acquisite Estere e Italiane	73
Tabella 20 - U di Mann-Whitney Aziende Acquisite Estere e Italiane	73
Figura 1 - Fonte: Institute for Mergers, Acquisitions, and Alliances. Mergers & Acquisitions Statistics	Error! Bookmark not defined.
Figura 2 - Fonte: KPMG, 2020, Rapporto Mergers & Acquisitions 2020.....	Error! Bookmark not defined.
Figura 3 - Fonte: KPMG, 2020, Rapporto Mergers & Acquisitions 2020.....	Error! Bookmark not defined.
Figura 4 - Fonte: KPMG. (2021). Rapporto Mergers & Acquisitions 2020.....	Error! Bookmark not defined.
Figura 5 - Fonte: KPMG. (2021). Rapporto Mergers & Acquisitions 2020.....	Error! Bookmark not defined.
Figura 6 – Fonte:Truenumbers 2023.....	75

Introduzione

L'obiettivo della tesi è quello di studiare l'impatto delle diverse tipologie di M&A sui rendimenti delle aziende coinvolte, sia acquirenti che acquisite. In questo modo è possibile analizzare le diverse reazioni del mercato in base al tipo di operazione annunciata, cercando di comprendere le cause di eventuali differenze e le implicazioni strategiche per le imprese e per gli investitori.

La ricerca portata avanti all'interno della tesi nasce dall'esigenza di comprendere le dinamiche che guidano il mercato M&A italiano e di fornire uno strumento utile per gli investitori per intraprendere decisioni di investimento più informate e strategiche.

Il primo capitolo è utile per studiare il contesto storico e teorico delle M&A, analizzando le definizioni, la storia, il processo che porta alla conclusione dell'operazione e i trend che hanno caratterizzato le fusioni e acquisizioni nel corso degli anni. Si esamineranno anche le motivazioni che trainano questo genere di operazioni, come la ricerca di sinergie, l'accesso a nuovi mercati e la necessità di innovarsi.

Nel secondo capitolo, saranno analizzate nel dettaglio le diverse tipologie di M&A (orizzontale, verticale e conglomerata) descrivendo le strategie e gli obiettivi specifici che guidano le aziende in queste operazioni. Inoltre, al fine di strutturare la metodologia dell'analisi, saranno illustrati i modelli e gli studi precedenti, intrapresi con obiettivi simili a quello della tesi.

Il terzo capitolo sarà focalizzato sulla metodologia di ricerca utilizzata per l'analisi dei rendimenti. Si descriverà il campione, l'intervallo di tempo considerato e il modello adottato, ovvero il Market Model e il Cumulate Abnormal Returns (CAR). Questi strumenti consentono di isolare l'impatto delle M&A sui rendimenti delle imprese dall'andamento del mercato e quindi da eventuali fattori esogeni che potrebbero influenzare i rendimenti e distorcere i risultati.

Nel quarto e ultimo capitolo saranno illustrati i risultati ottenuti dall'analisi, seguiti da commenti volti a interpretare i dati riportati evidenziandone le implicazioni per gli investitori. Quindi verranno analizzate le reazioni del mercato alle diverse tipologie di M&A e le eventuali differenze nei rendimenti tra aziende acquirenti e aziende acquisite. Inoltre, si effettuerà un confronto anche con le M&A cross-border, che prevedono il coinvolgimento di un'impresa, acquirente o acquisita, non operante nel mercato italiano, cercando di capire se le fusioni o le acquisizioni con aziende di nazionalità estera possano influenzare in modo diverso i rendimenti delle imprese.

Il commento dei risultati sarà seguito da un confronto con le evidenze emerse dagli studi precedenti riportati nella revisione della letteratura, sottolineandone gli eventuali risultati simili o differenti.

Inoltre, verranno riportati i limiti della ricerca, che concernono le assunzioni insite nei modelli utilizzati e i difetti del campione selezionato. La descrizione dei limiti è necessaria per comprendere appieno la rilevanza effettiva della ricerca e l'applicabilità dei risultati.

Infine, si illustreranno i principali spunti di ricerca che potrebbero ampliare l'analisi oggetto della tesi. L'obiettivo sarà quello di esplorare nuove direzioni per future ricerche nel campo delle M&A, arricchendo la letteratura sul tema e fornendo una base solida per valutare investimenti strategici.

Capitolo 1 - Le operazioni di M&A: definizioni, storia e i trend per il futuro

1.1 Fusioni e acquisizioni

In un'era globalizzata, mutevole e fortemente dinamica le fusioni e acquisizioni (M&A) sono diventate uno strumento cruciale per le aziende che cercano di adattarsi rapidamente alle evoluzioni del mercato e alle innovazioni tecnologiche. Non più semplici transazioni finanziarie, le M&A rappresentano oggi operazioni strategiche complesse e allo stesso tempo essenziali per ottenere vantaggi competitivi, espandersi in nuovi mercati e rispondere alle pressioni geopolitiche e ambientali. Le motivazioni che spingono due imprese a diventarne una sola variano dall'espansione della domanda all'acquisizione di nuove tecnologie, fino allo sfruttamento di sinergie operative.

Nonostante nel parlato comune e nei numerosi studi intrapresi sull'argomento vengano spesso considerate come una singola operazione, le fusioni e le acquisizioni presentano delle differenze che verranno analizzate quanto prima.

Una fusione consiste nell'unione di due o più società che, completata l'operazione, cessano di esistere a livello giuridico, dando vita a una nuova società che incorpora le società coinvolte nell'operazione.

Per acquisizione invece si intende il trasferimento di una parte o dell'intera proprietà di un'azienda sotto il controllo di un'altra società. In un'acquisizione, l'azienda acquisita (target) viene incorporata e, pur mantenendo la propria

identità legale, risulta subordinata alla società acquirente (bidder), perdendo il controllo e, in alcuni casi, la struttura di governance.

La principale differenza risiede quindi nell'equilibrio di potere all'interno della nuova entità: una fusione implica che le società originarie possano diventare partner alla pari, mentre un'acquisizione comporta sempre il passaggio di controllo da una società all'altra di un ramo o dell'intera proprietà di un'azienda (Stennek, J., 2005).

Il motivo per cui vengono spesso associate risiede nel fatto che le due operazioni nascono per soddisfare gli stessi bisogni e obiettivi societari. Sebbene infatti le fusioni e le acquisizioni possano essere motivate da esigenze diverse relative alla struttura societaria che si desidera definire, entrambe le operazioni mirano al raggiungimento di sinergie, di economie di scala, diversificazione, e più in generale a obiettivi di crescita in termini di quota di mercato, competenze e tecnologie. (Diep, B.H., & Anh, T.T., 2020).

Un'altra caratteristica che accomuna fusioni e acquisizioni è il processo necessario per concludere l'operazione, che seppur con qualche differenza, implica il conseguimento delle stesse fasi, descritte di seguito.

1.2 Le fasi del processo

Il primo step per intraprendere questa tipologia di operazioni è il Targeting. Si tratta di un'attività preliminare volta a selezionare la società target basandosi sulle caratteristiche che garantiscono un'integrazione ottimale con l'azienda acquirente. Di solito si tiene conto della dimensione, del posizionamento sul mercato, i canali di distribuzione, il potenziale per il futuro. Dopo aver scelto l'azienda con le caratteristiche idonee da una lista di papabili aziende target, è necessario accedere alle informazioni delle società tramite un documento, detto "Teaser" che riassume i dettagli dell'azienda target (Trainy, 2023). In questa fase l'azienda acquirente in realtà può non aver ancora scelto definitivamente l'azienda da acquisire, e utilizza i teaser proprio per intraprendere la giusta decisione, basandosi sugli ulteriori dettagli forniti dal documento delle diverse aziende selezionate. Inoltre, in questa fase

viene firmato un accordo di riservatezza definito “Non Disclosure Agreement” (NDA), nel quale viene indicato di non divulgare le informazioni a terzi e la regolamentazione in caso di violazione dell’accordo. In seguito, l’azienda target deve fornire un Information Memorandum (InfoMemo), che consente di presentare in modo esauriente l’azienda e spiegare i motivi per cui l’eventuale integrazione con l’azienda acquirente si rivelerà un successo (Rödl & Partner, 2022). Oltre al documento menzionato, l’azienda target presenta un Business Plan con la valutazione della propria società. A questo punto viene presentata una offerta non vincolante, la cosiddetta “Non Binding Offers”. Questa prima offerta serve a chiarire i termini essenziali della negoziazione, ovvero un prezzo indicativo, spesso un intervallo tra due valori, le condizioni che entrambe le parti sono chiamate a rispettare, le tempistiche, i costi, i criteri di valutazione, e alcuni riferimenti ai documenti necessari per formalizzare l’accordo (Corporate Finance Institute, 2023). A conferma dei termini presenti nell’offerta non vincolante viene firmata da entrambi una “Lettera di Intenti” (L.O.I), che funge da contratto preliminare e vincola le parti a concludere l’operazione una volta completata la “Due Diligence”. In questa fase si approfondiscono le informazioni e i dati relativi alla trattativa, con lo scopo di valutare la convenienza dell’operazione, identificarne i rischi, e, se necessario, inserire all’interno della transazione garanzie e indennità. Durante la fase di Due Diligence vengono quindi effettuate una serie di analisi fondamentali per avere un quadro completo dell’operazione: analisi finanziaria, analisi contabile, fiscale, e legale, analisi operativa, analisi di mercato e infine l’analisi ambientale legata ad aspetti di sostenibilità. Nella fase descritta, se l’operazione in questione è una fusione, la due diligence viene effettuata da entrambe le parti, mentre nel caso di un’acquisizione solitamente è solo l’azienda acquirente a condurre un due diligence sull’azienda target. (Rödl & Partner, 2022).

Dopo aver effettuato le analisi e i controlli necessari viene definito il prezzo effettivo, la struttura societaria, le garanzie, le condizioni ed eventuali contratti accessori in virtù di quanto emerso nella fase di Due Diligence. Inoltre, in base agli interessi delle parti si decide se effettuare uno Share Deal, in cui vengono rilevati tutti i rapporti e le passività dell’azienda target, compresi quelli non noti, o un Asset Deal, in cui l’acquirente diventa

responsabile solo per i rapporti contrattuali esplicitati all'interno della trattativa. Quella appena descritta è la fase di negoziazione, in cui le parti, attraverso un'elaborata fase di contrattazione, si avviano alla conclusione dell'operazione e alla firma del contratto.

Dopo la firma del contratto le aziende si devono adeguare alle misure imposte dal contratto di M&A. L'integrazione, che soprattutto in caso di fusione può implicare la ristrutturazione societarie di entrambe le parti, è cruciale per il successo dell'operazione e deve essere raggiunta il prima possibile per evitare di perdere lo slancio iniziale che di solito accompagna le operazioni di M&A (Schindhelm, 2023).

Dopo aver elencato quali sono le fasi principali di un processo di fusione o acquisizione, con l'obiettivo di inquadrare il tema trattato e comprenderne al meglio le caratteristiche, verrà spiegato come sono nate le M&A e la loro evoluzione nel corso degli anni. La caratteristica peculiare della storia di questa tipologia di operazione, nonostante sia stata utilizzata con una certa frequenza in ogni periodo storico, è l'andamento ciclico di periodi con altissima intensità di M&A, le cosiddette "merger waves". Questi momenti, oltre a movimentare la struttura dei mercati, lasciano spazio al coinvolgimento di nuovi strumenti finanziari e alla realizzazione di nuove di nuove tipologie di M&A. Nel prossimo capitolo si analizzeranno le merger waves soffermandosi sulle novità e caratteristiche di ogni periodo, fino ad arrivare ai giorni nostri.

1.3 Merger waves

Le prime fusioni e acquisizioni risalgono al periodo che va dal 1895 al 1904 negli Stati Uniti, periodo ricordato per il cosiddetto "The Great Merger Movement". Anni in cui si assiste a un vero e proprio "boom" delle operazioni di finanza straordinaria, che porta alla creazione di grandi monopoli industriali con U.S. Steel, International Harvester Company, American Tobacco e American Locomotive Company (ALCO). L'ondata di fusioni può essere attribuibile a una particolare convergenza di eventi come lo sviluppo

di tecniche di produzione di massa ad alta intensità di capitale alla fine del XIX secolo, il periodo di depressione iniziato nel 1893, la guerra dei prezzi, che divenne così intensa e persistente che le tecniche convenzionali di collusione non erano in grado di arrestarla. Con la ripresa economica alla fine del decennio, i produttori più resilienti ma che avevano comunque subito gli effetti negativi del periodo, hanno sfruttato l'aumento dei prezzi delle azioni per cercare di abbattere la concorrenza e aumentare la concentrazione del mercato attraverso operazioni finanziarie straordinarie. (Lamoreaux, N., 1980).

Imprenditori di rilievo come John D. Rockefeller con la Standard Oil, Andrew Carnegie, nell'industria dell'acciaio e J.P. Morgan nel settore bancario hanno rafforzato le proprie posizioni all'interno del panorama economico, creando veri e propri monopoli attraverso fusioni e acquisizioni strategiche. Monopoli che hanno destato preoccupazioni non indifferenti riguardo la concentrazione del mercato, tanto da innescare interventi governativi come lo Sherman Antitrust Act del 1890. A ogni modo questa ondata di operazioni finanziarie non solo ha contribuito a consolidare il potere economico delle imprese ma ha avuto un impatto significativo e un effetto duraturo sul sistema economico degli Stati Uniti.

Periodi come quello descritto, caratterizzati da un elevato numero di fusioni e acquisizioni, hanno un andamento ciclico e, come detto, sono stati definiti con l'espressione "*merger waves*". (Harford, J., 2005)

La seconda ondata di fusioni e acquisizioni si verifica tra il 1916 e il 1929, periodo che termina con la caduta della borsa di Wall Street del 1929, e nel quale nascono nuove fusioni tra imprese lungo la stessa filiera produttiva e si consolidano le imprese nate nella prima ondata. Tuttavia, diversamente dalla prima ondata, le M&A avvenute in questo hanno contribuito a formare una struttura oligopolistica del mercato. Gli oligopoli, in cui quindi poche grandi aziende dominano un settore, erano in grado di esercitare un potere significativo sul mercato, ma senza il completo controllo che caratterizza i monopoli. (Eis, C, 1969)

La terza merger wave è avvenuta tra il 1965 e il 1969 e ha visto affermarsi aziende come Litton Industries, ITT Corporation e Teledyne Technologies. Le fusioni e le acquisizioni di questo periodo si realizzano con aziende

appartenenti a settori non correlati con l'obiettivo di diversificare, le cosiddette fusioni conglomerate, che verranno approfondite nel prossimo capitolo. Ad esempio, aziende come IT Corporation, fondata negli anni Venti, si trasforma in un conglomerato di imprese di dimensioni esorbitanti acquistando hotel, imprese del settore dei beni di consumo imprese operanti del settore assicurativo e tecnologico. Questa tendenza è spiegata dal fatto che le aziende hanno iniziato a comprendere che un portafoglio di attività variegato potesse compensare le fluttuazioni del mercato e migliorare la resilienza complessiva (Harford, J, 2005).

La quarta ondata di fusioni e acquisizioni, che si è verificata tra il 1981 e il 1989, è caratterizzata dalle cosiddette "acquisizioni ostili" e acquisizioni con leva finanziaria (LBO). Per acquisizioni ostili si intendono le operazioni in cui il management della società target, ovvero della azienda acquisita è contrario alla realizzazione dell'operazione. Questo tipo di acquisizioni possono avvenire se il management dell'impresa acquirente prova a convincere gli azionisti dell'impresa acquisita a preferire la gestione dell'impresa acquirente o anche se la società acquirente fa un'offerta molto al di sopra del prezzo di mercato, con l'obiettivo di acquistare azioni con diritto di voto e ottenere quindi una partecipazione di controllo. (Gürtler, O., & Kräkel, M., 2009). Le acquisizioni dette *Leverage buy-out* sono operazioni in cui l'acquisto viene realizzato da parte di banche o investitori ed è finanziato da un pacchetto di debiti che sarà poi rimborsato usando il flusso di cassa prodotto dalla impresa acquistata. Per capire meglio la definizione si andrà a spiegare il procedimento.

Viene creata una società veicolo nella quale si conferiscono le risorse finanziarie della società acquirente, ovvero equity e debito. Successivamente la società utilizza le risorse per acquistare partecipazioni della società target o per incorporarla. Il debito utilizzato all'interno dell'operazione viene poi ripagato con i flussi di cassa generati dalla società acquisita, oppure vendendo asset dell'azienda. La società target dovrà essere in grado di ripagare i debiti che sono stati utilizzati dalla società acquirente per acquistarla. Di conseguenza una condizione essenziale è che la società acquisita sia caratterizzata da un basso grado di leva finanziaria e da un'alta capacità di produrre cash flow. (Borsa Italiana, 2008). Questo genere di operazioni è stato

facilitato dalla deregolamentazione dei mercati finanziari del periodo, causando una significativa ristrutturazione aziendale e la creazione di conglomerati altamente indebitati.

La quinta ondata di M&A, che si è verificata tra il 1993 e il 2001, è avvenuta principalmente nei settori tecnologico e delle telecomunicazioni. Questo periodo è caratterizzato da una forte crescita dell'innovazione tecnologica e dalla globalizzazione, con le imprese che cercano di migliorare la propria competitività per sfruttare le nuove opportunità offerte dall'era digitale. Una delle più significative operazioni finanziarie del periodo è l'acquisizione di Mannesmann, realizzata da Vodafone per formare una delle più grandi società di telecomunicazioni al mondo.

La sesta merger wave (2003-2007) è fortemente influenzata dall'integrazione dei mercati mondiali, con l'ingresso nelle trattative delle operazioni di Cina e Giappone e si conclude con la crisi economico finanziaria del 2007. Ad esempio, nel 2005 la società cinese Lenovo acquista la divisione PC di IBM, dando vita alla più grande acquisizione da parte di un'azienda cinese di un'azienda americana fino a quel momento (Stiebale, J., 2016). Il 2007, oltre a determinare l'inizio della crisi, rappresenta uno degli anni più importanti per le operazioni di M&A.

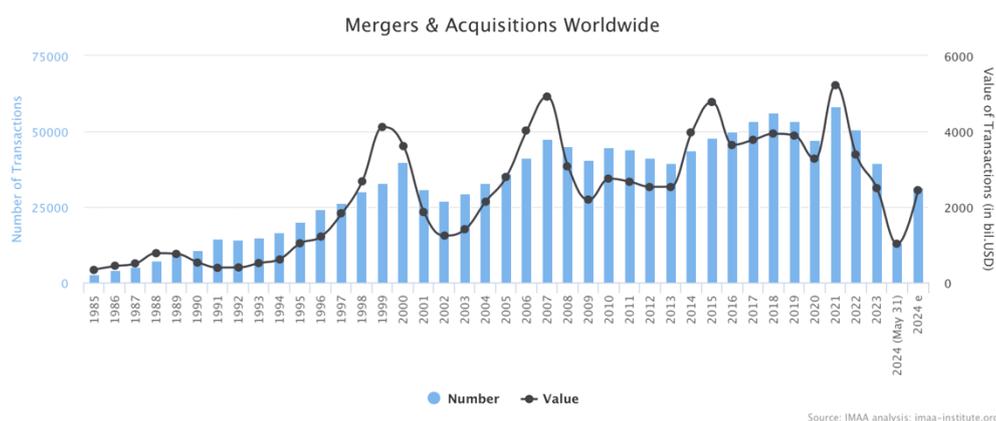


Figura 1 - Fonte: Institute for Mergers, Acquisitions, and Alliances. Mergers & Acquisitions Statistics

Come si evince dal grafico, nel 2007 le fusioni e acquisizioni, sia in termini di quantità delle operazioni (47.455), sia in termini di controvalore (3.833 miliardi di dollari), raggiungono risultati mai raggiunti fino a quel momento,

per poi subire, di pari passo con l'economia globale, la crisi dei mutui sub prime.

Una volta individuati i periodi con elevata frequenza di operazioni di finanza straordinaria, la ricerca accademica ha cercato di comprendere quali potessero essere i comuni denominatori di tali periodi. Infatti, le merger waves sono innescate da una combinazione di fattori economici, regolamentari, tecnologici e comportamentali. Shock economici, cambiamenti nei tassi di interesse e liquidità nei mercati finanziari, sono driver che inducono le imprese a cercare opportunità di consolidamento o espansione. Anche i cambiamenti nelle normative e nelle politiche governative giocano un ruolo fondamentale per l'attività di M&A, favorendo la liberalizzazione dei mercati introducendo nuove regole che promuovono le fusioni. In aggiunta, le rivoluzioni tecnologiche rappresentano un fattore da non sottovalutare perché spingono le imprese a cercare di acquisire le nuove competenze del periodo, per rimanere al passo con le aziende che hanno già implementato i nuovi asset tecnologici. Infine, per fattori comportamentali si intende semplicemente la tendenza delle imprese a uniformarsi con il comportamento degli altri player del mercato, specie se il comportamento si traduce in cambiamenti dimensionali e strutturali delle aziende che alterano la competitività del mercato. (Harford, J., 2005).

1.4 M&A dal 2010 a oggi

L'andamento del mercato M&A dopo la crisi economico finanziaria riflette appieno lo scoppio della crisi dei crediti subprime.

La contrazione della liquidità, la perdita di fiducia negli investitori, l'aumento del rischio legato alla controparte, determinante in un'operazione di fusione e acquisizione, sono tutti fattori che inevitabilmente rallentano l'attività di M&A. Tuttavia, a ogni momento di recessione segue un periodo di ripresa

economica, che in questo caso, così come in altri, vede come protagonisti assoluti gli Stati Uniti d'America.



Figura 2 - Fonte: KPMG, 2020, Rapporto Mergers & Acquisitions 2020.

Come si evince dal grafico, l'andamento delle operazioni risulta crescente fino agli anni della pandemia, periodo che, oltre all'M&A, mette a repentaglio le attività di molte imprese così come dell'intero sistema economico. Il contributo in termini numerici apportato dal continente americano in particolare dagli USA, oltre a giovare alla nazione, contribuisce anche al consolidamento di imprese di altri paesi. Come riportato nel prossimo grafico, è possibile notare che un consistente numero di operazioni delle aziende statunitensi avviene con una controparte estera (operazioni cross-border).

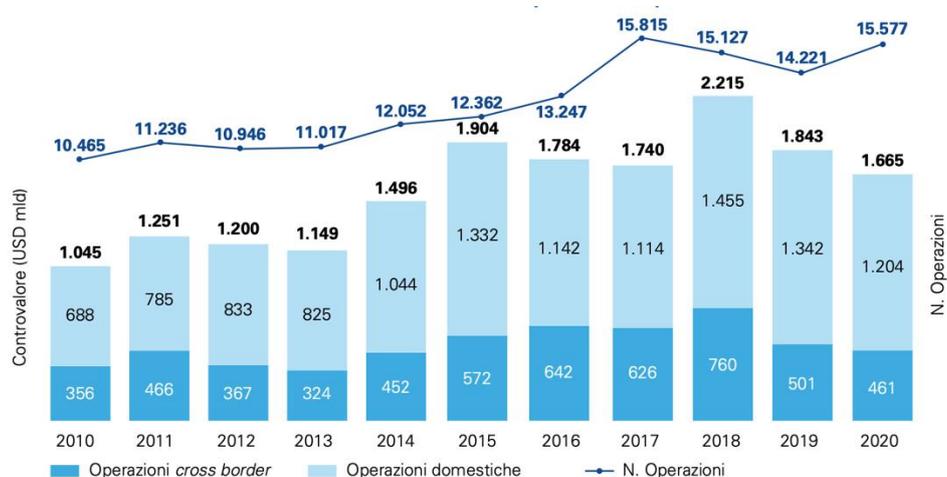


Figura 3 - Fonte: KPMG, 2020, Rapporto Mergers & Acquisitions 2020.

Il periodo di ripresa termina nel 2019-2020, biennio in cui anche il mercato dell'M&A subisce l'impatto della pandemia e di un nuovo periodo di recessione economica. Dopo un trend discendente nel biennio 2019-2020, secondo il report di KPMG, il 2021 è stato *“Un anno record per il mercato globale M&A, che ha chiuso il 2021 facendo registrare incrementi a doppia cifra (+47% in termini di controvalore e +31% in volumi rispetto all'anno precedente) e che con USD4.418 miliardi generati a fronte di 48.948 operazioni completate ha raggiunto i nuovi massimi storici. Sono infatti stati superati i precedenti record del 2007 in termini di controvalore (USD3.833 miliardi) e del 2017 per numero di transazioni (37.437 deal)”*.

Dopo i risultati ottenuti nel 2021, l'incertezza a livello macroeconomico e geopolitico ha frenato anche l'attività M&A, che a livello globale ha perso nel 2022 il 20% dei valori e il 12% del numero delle operazioni.

L'aumento del costo delle materie prime e della logistica, conseguenti alla ridefinizione delle catene di fornitura provocata dalla pandemia e dal conflitto russo-ucraino, hanno determinato un'impennata dei prezzi di produzione e consumo. Le politiche monetarie imposte dalle principali Banche centrali volte a contrastare l'inflazione hanno causato ripercussioni sui mercati finanziari, in particolare in termini di aumenti di tasso di interesse, disincentivando le operazioni di finanza straordinaria.

Nel periodo considerato, si registra invece una controtendenza da parte del mercato M&A italiano, che con 1271 transazioni completate raggiunge un nuovo massimo storico, a fronte però di controvalori, allineati con la tendenza negativa del momento, pari a 86 miliardi. Tale risultato è attribuibile in parte alle operazioni cross-border, già citate all'interno del testo. Dopo l'arresto degli anni 2020-2021, che interrompe anni di crescita continuativa, le fusioni e acquisizioni cross-border aumentano del 13%, raggiungendo un nuovo record di ben 656 operazioni pari al 52% dei volumi complessivi. In particolare, giocano un ruolo fondamentale le transazioni impartite da aziende estere (+19% in volumi, +78% in valori), a fronte dell'andamento assai meno brillante delle acquisizioni realizzate da aziende italiane all'estero (+3% in volumi, -67% in valori). Inoltre, il 15% delle M&A cross-border è stato

promosso da fondi di Private Equity, tema che verrà approfondito a breve, la cui importanza all'interno del mercato M&A italiano è ormai consolidata e aumenta progressivamente. (KPMG, Rapporto Merger & Acquisitions 2022, 2023)

Anche nel 2023 le operazioni di M&A di aziende italiane su target estere risultano in linea con il periodo precedente, ovvero 264 operazioni. Ad essere aumentato è il valore aggregato di queste acquisizioni, aumentato del 21% grazie ad alcuni 'megadeal' con valore superiore a 1 miliardo di euro nei settori energetico, finanziario e farmaceutico. La leva transazionale rappresenta quindi un elemento determinante sia per accrescere il valore delle operazioni di fusioni ed acquisizioni, sia per la riorganizzazione dell'approvvigionamento di materie prime e prodotti (EY, 2024).

Ritornando all'analisi globale dell'M&A, il 2023 è stato un anno in cui si assiste alla ripresa di alcuni settori come l'energetico, il tecnologico e il settore farmaceutico; altri settori, quello bancario e sanitario, rispecchiano le condizioni di mercato globale, assestandosi a ritmi meno rapidi.

Nel settore dell'energia, settore che più di tutti traina le operazioni di M&A, la transizione energetica continua a guidare la trasformazione aziendale. Le aziende, infatti, per diventare più sostenibili sono spesso incentivate a cambiare assetto tramite fusioni e acquisizioni. Il numero di megadeals, infatti, è quasi triplicato nel 2023 rispetto all'anno precedente, e i due più grandi accordi dell'anno sono stati nel settore energetico, ovvero l'acquisizione da 59,5 miliardi di dollari di Pioneer da parte di Exxon e la proposta di acquisizione da 53 miliardi di dollari di Hess da parte di Chevron. (PricewaterhouseCoopers, 2023.)

Se nel 2023 sembra accennarsi una ripresa, i primi mesi del 2024 confermano tale tendenza, registrando un aumento, seppur modesto, delle operazioni di M&A. Secondo la ricerca Quarterly Deal Performance Monitor (QDPM) di WTW in collaborazione con l'M&A Research Centre della Business School di Londra, nei primi tre mesi del 2024, a livello globale, è stato registrato un aumento dell'11% delle M&A, con valori superiori ai 100 milioni di dollari. Inoltre, Nel primo trimestre del 2024 sono stati conclusi ben cinque "mega deals" (di importo superiore a 10 miliardi di dollari), dato assolutamente

rilevante considerando che nel primo trimestre 2023, anno in cui come detto i mega deals sono triplicati, solo un'operazione ha raggiunto i valori menzionati (WTW, 2024). Emergono risultati ancora più promettenti se ci si sofferma solo sugli annunci delle M&A. Durante i primi due mesi del 2024 infatti sono state annunciate a livello globale fusioni e acquisizioni, per un importo complessivo di 522 miliardi di dollari, valore che supera del 75% il valore registrato nello stesso periodo del 2023. Il settore leader di questi primi mesi è il settore finanziario che, grazie alla proposta di acquisizione da 35,3 miliardi di dollari di Discover Financial Services da parte di Capital One, raggiunge il 18% dell'M&A globale (La Stampa, 2024)

Anche l'Italia offre il suo contributo nel mercato globale dell'M&A in termini di mega deal. Il 15 marzo è stata annunciata l'acquisizione di Vodafone Group Plc, che determina l'acquisto del 100% di Vodafone Italia, da parte di Swisscom, azienda ICT leader in Svizzera, operazione da 8 miliardi di euro. Inoltre, nei primi tre mesi del 2024 si sono registrate fusioni e acquisizioni dal valore di circa 14,6 miliardi di euro, il 55,2% in più rispetto ai primi mesi del 2023 e pari al 40% del valore complessivo delle operazioni concluse nell'intero 2023. Poiché tale risultato è stato ottenuto essenzialmente grazie alla chiusura di pochi grandi deal sopra il miliardo di euro, non stupisce che i volumi rallentino rispetto agli anni precedenti. Il 2024, infatti registra nei primi tre mesi solo 272 deal (-24,4% rispetto al primo trimestre 2023). Importante notare, però, che tale dato risulta in ogni caso in aumento se si considera come range di riferimento gli anni che precedono il 2020, in cui volumi e valori risultano comunque inferiori. Quindi in ogni caso si evidenzia che il mercato M&A italiano, nonostante eventi esogeni degli ultimi anni, risulti comunque in crescita. Parte del merito di tale crescita è sicuramente da attribuire al ruolo sempre più determinante dei Private equity che anche nei primi 3 mesi del 2024 in termini di controvalore hanno partecipato a deal per circa 8,2 miliardi (56% del totale).

Nel prossimo capitolo, si andrà ad analizzare quali sono i trend e i driver che stimolano l'attività di M&A descritta fino ad ora, partendo proprio dalla definizione del ruolo del settore Private equity. (KPMG, 2024)

1.5 Strumenti e Trend che influenzano l'attività di M&A

1.5.1 Private equity

Il private equity è una forma di investimento di medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita, effettuata prevalentemente da investitori istituzionali con il fine di guadagnare dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in borsa dell'azienda (Borsa Italiana).

Le imprese di private equity sono fondi di investimento che raccolgono capitale da diversi investitori, privati o istituzionali, per investire in società private con l'obiettivo di aumentarne il valore e ottenere un ritorno economico significativo. Questi fondi apportano miglioramenti operativi e strategici grazie alle loro competenze in termini finanziari e di governance e, in un secondo momento, vendono le proprie quote partecipative o, in alternativa, condividono i profitti derivanti dalla maggiore redditività delle aziende.

Il private equity ha iniziato a diffondersi significativamente negli Stati Uniti a partire dagli anni '80, anche se le sue origini si attestano a un periodo precedente. Le prime forme di private equity risalgono agli anni '40 e '50, periodo in cui fondi di investimento come American Research and Development Corporation (ARDC) nel 1946 e J.H. Whitney & Company nel 1946, iniziarono a investire in piccole e medie imprese innovative e ad alto potenziale di crescita.

Una delle principali differenze tra le operazioni di private equity e le fusioni e acquisizioni risiede nel modello di business dei private equity. I fondi di PE acquisiscono aziende per migliorarne il valore in vista di un'exit redditizia, mentre le operazioni di M&A corporate, ovvero operazioni in cui nessuna delle due parti è un fondo, vengono realizzate principalmente con l'obiettivo di espandersi nel mercato, sfruttare sinergie, integrare nuovi prodotti o processi (Kaplan, S. N., & Strömberg, P. 2009).

La strategia pre-deal nelle operazioni di private equity è focalizzata sull'obiettivo di scegliere un'azienda cui è possibile apportare valore, tenendo però anche in considerazione la composizione strategica del portafoglio del fondo, volta alla diversificazione e a diminuire i rischi. Inoltre, le operazioni di private equity, al contrario della maggior parte delle operazioni di M&A corporate, adottano una strategia di acquisizione "bolt-on" che si concentra sull'adattamento strategico piuttosto che sull'integrazione completa. Questa strategia è spiegata dall'orizzonte temporale limitato in cui le imprese condividono la gestione e parte della proprietà.

Negli ultimi anni, il private equity ha assunto un ruolo sempre più determinante nelle operazioni di fusioni e acquisizioni. Il grafico seguente mostra l'attività di M&A di investitori finanziari e private equity e mostra il crescente coinvolgimento di questi operatori, in termini di valori e volumi, nelle operazioni di M&A

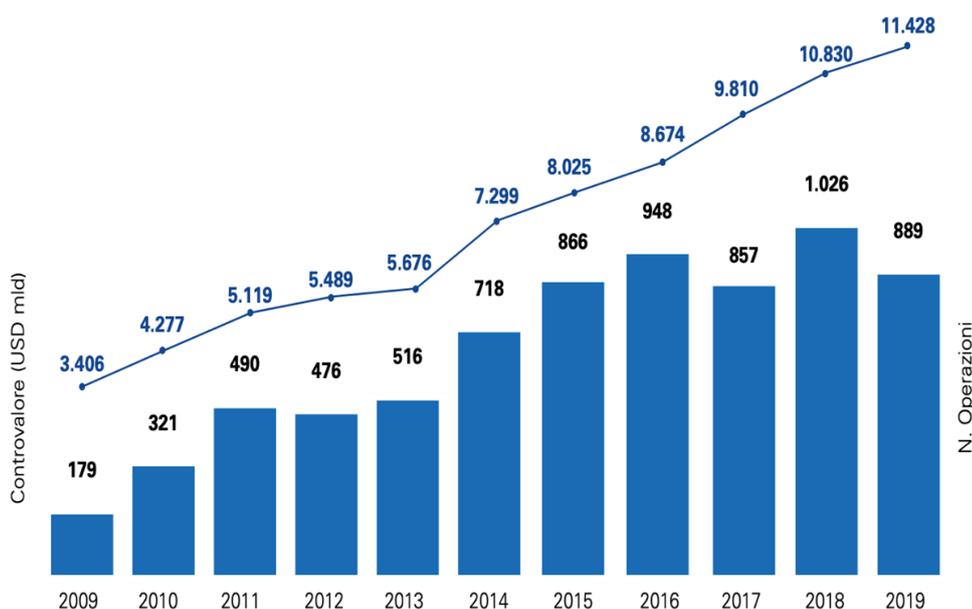


Figura 4 - Fonte: KPMG. (2021). Rapporto Mergers & Acquisitions 2020

I fondi di PE riescono avere successo nelle operazioni di M&A grazie all'esperienza, grandi disponibilità di capitali e una profonda conoscenza del settore che si traduce in una notevole capacità strategica volta a ottimizzare l'efficienza, le strutture finanziarie e la redditività (KPMG, 2021).

1.5.2 Special Purpose Acquisition Company

Un altro strumento che ha caratterizzato e trainato le operazioni di M&A, sono gli SPAC, ovvero veicoli finanziari creati per raccogliere capitali tramite IPO, con l'obiettivo di acquisire società target entro un periodo limitato (solitamente 18-24 mesi), per accompagnarle alla quotazione nel mercato azionario. A seguito dell'integrazione, la società target si trova indirettamente quotata in Borsa e i soci della SPAC divengono soci della società acquisita. L'esigenza di costituire una SPAC, quindi, nasce con la finalità di raccogliere capitali presso il pubblico mediante un'IPO e l'investimento in una società operativa e quotata in Borsa (Rivista di Diritto Societario, 2017)

Questi veicoli, quindi, non hanno una propria operatività e possiedono un modello di business volto soltanto alla quotazione in borsa e successivamente all'integrazione con imprese ad alto potenziale. Sono promossi da sponsor che raccolgono capitali per investire in piccole e medie imprese con margini di crescita. Gli sponsor acquistano azioni al valore nominale, inferiore al prezzo di emissione della IPO, e successivamente collocano circa l'80% delle azioni, mantenendo quindi partecipazione minoritaria.

Le SPAC, nate negli USA negli anni '90 si sono diffuse grazie alle loro capacità di ridurre i rischi e di velocizzare il processo di quotazione. Nel 2007, le SPAC hanno rappresentato il 22% delle IPO negli Stati Uniti, dato diminuito nel 2008 ma che è aumentato quasi ogni anno fino al record del 2020. Anno in cui gli Stati Uniti hanno vissuto un boom senza precedenti con 248 SPAC quotate, raccogliendo oltre 83 miliardi di dollari rappresentando il 61% delle IPO.

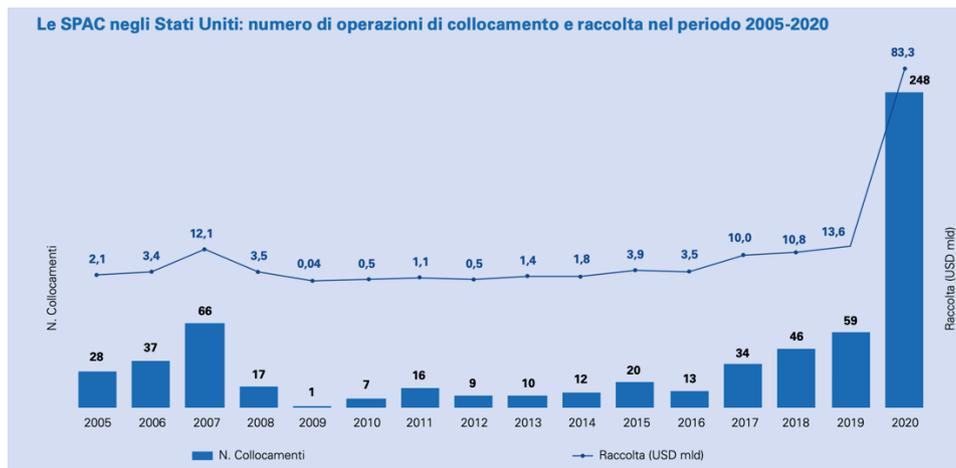


Figura 5 - Fonte: KPMG. (2021). Rapporto Mergers & Acquisitions 2020

Tale risultato è stato alimentato dalla notevole disponibilità di liquidità del 2020, dovuta alle misure di stimolo economico intraprese dai governi e dalle banche per contrastare l’impatto della pandemia. Inoltre, l’incertezza e la volatilità dei mercati del periodo hanno indotto molte imprese a cercare metodi alternativi e più rapidi per entrare in borsa.

In Italia questo fenomeno si è diffuso dal 2011 al 2018 e parte del successo di queste società è da attribuire all’introduzione dei piani individuali di risparmio (PIR) con la legge finanziaria del 2016. Tali piani prevedono benefici fiscali per gli investimenti in PMI, tipiche target delle Spac. Nel 2018 sono state quotate 28 SPAC, per una raccolta complessiva superiore a 3,8 miliardi di Euro. (Annunziata, M., & Conso, S, 2019)

Negli ultimi anni, tuttavia, le Spac sono meno utilizzate sia in Italia sia negli Stati Uniti. Le ragioni risiedono in un aumento del costo del finanziamento, linee guida più rigide imposte dalla Securities and Exchange Commission (SEC) e una saturazione del mercato dovuta all’eccessiva diffusione delle SPAC nel 2020.

I driver trattati fino ad ora hanno guidato e guidano tutt’ora l’andamento dell’attività di M&A attraverso le competenze e gli strumenti economico-finanziari che consentono di avere vantaggi all’interno del mercato.

I trend che verranno analizzati nei prossimi due paragrafi non nascono dalle competenze finanziarie acquisite dagli esperti del settore o da particolari modelli societari che favoriscono le operazioni di fusione e acquisizione. Si

tratta di fattori esogeni rispetto all'ambito prettamente finanziario, ma che stanno diventando imprescindibili per ogni tipologia di investimento e per le imprese operanti in ogni settore, condizionando e stimolando anche le operazioni di M&A.

1.5.3 Sostenibilità e M&A

L'attenzione verso la sostenibilità e la responsabilità sociale sono diventate fattori sempre più rilevanti nelle decisioni di M&A. In un mondo sempre più attento alle questioni ambientali e sociali, le aziende stanno utilizzando le M&A come mezzo per raggiungere obiettivi di sostenibilità (PwC, Report, 2023).

Gli ESG (Environmental, Social and Governance) stanno assumendo un ruolo determinante nelle decisioni di M&A. Le aziende riconoscono che raggiungere buoni livelli di performance ESG può recare benefici in termini di reputazione, riduzione dei rischi, rendimenti finanziari superiori ed anche in termini di adattamento a norme presenti e future.

All'interno del processo di due diligence le considerazioni ESG stanno diventando un elemento chiave. Le aziende esaminano attentamente i problemi ESG dell'azienda oggetto di acquisizione, assicurandosi che tali problemi non rappresentino rischi significativi, sia in termini di legali o ambientali, sia in termini di reputazione.

Lo studio di KPMG "ESG Due Diligence 2023" evidenzia il ruolo centrale di queste metriche nelle scelte strategiche delle imprese, sottolineando come il 53% degli investitori americani abbia modificato le decisioni di M&A dopo aver considerato i fattori ESG. Inoltre, il 68% degli investitori dell'Europa e del Medio Oriente (EMA) e il 62% di quelli statunitensi hanno dichiarato che pagherebbero un premio per un'azienda target con elevati livelli di performance ESG. Tendenza che riflette una più ampia consapevolezza della necessità di integrare pratiche sostenibili all'interno delle strategie aziendali per garantirsi un futuro resiliente (KPMG, 2024).

Oltre all'attenzione per i fattori ESG dell'azienda target, l'interconnessione tra sostenibilità e M&A emerge quando imprese target che possiedono il know how per recare benefici all'ambiente, riescono a migliorare e a rendere più sostenibili i processi dell'impresa acquirente. Può verificarsi la dinamica descritta tra le imprese operanti nel settore energetico. Settore in cui le aziende, per diventare più sostenibili, acquisiscono imprese specializzate in energie rinnovabili per ridurre la loro impronta di carbonio e rispondere alla crescente domanda di energia pulita (Gordon, D. 2023).

1.5.4 L'impatto dell'AI

L'ultimo fattore che sarà analizzato ha le potenzialità non solo per rivoluzionare l'attività di M&A, ma ogni settore dell'economia attuale e futura. L'utilizzo dell'intelligenza artificiale all'interno dei processi e dei prodotti delle imprese ha implicazioni devastanti, affascinanti, ma anche divisive, di cui ad oggi solo in parte è possibile valutarne gli effetti, ma che, in ogni caso, hanno il potenziale per cambiare il panorama economico globale. Tale strumento, che probabilmente verrà utilizzato come base per le idee imprenditoriali del prossimo decennio, ha un impatto anche sull'attività di M&A. L'AI sta rivoluzionando il modo in cui le aziende conducono il processo di due diligence, ottimizzando l'analisi dei dati e prevedendo le sinergie e i rischi associati alle operazioni di fusione e acquisizione (Accenture Report, 2023). L'utilizzo dell'intelligenza artificiale, quindi, migliora il processo decisionale, permettendo alle aziende di individuare opportunità di integrazione che potrebbero non essere evidenti attraverso i metodi tradizionali. Dalle analisi condotte da Bain & Company emerge che la Generative AI travolgerà il mercato e lo testimoniano le risposte degli intervistati di cui il 16% sta attualmente implementando questa nuova tecnologia nelle operazioni di M&A, mentre l'80% prevede di farlo entro tre anni (Bain & Company, 2024).

Oltre a velocizzare e migliorare i processi decisionali, questa tecnologia diventerà il focus del business model di nuove imprese o start-up. Queste tipologie di aziende, che aumenteranno sempre di più in vista delle

opportunità presentate da questo nuovo mercato, saranno considerate come ottime aziende target per le imprese di ogni settore, stimolando l'attività di M&A.

Capitolo 2 – Le tipologie di M&A

Dopo aver analizzato il processo, la storia e i trend delle operazioni di finanza straordinaria, nel secondo capitolo l'oggetto della analisi si sposterà dalle M&A, finora esaminate in modo generico al fine di inquadrare l'argomento, alle diverse tipologie di M&A. Lo studio delle diverse tipologie consente di approfondire le strategie e le motivazioni che spingono le imprese a intraprendere questo genere di attività finanziarie. Inoltre, per ogni tipologia di M&A verranno riportati vantaggi, svantaggi, i casi di successo e di fallimento, in vista del fine ultimo dell'analisi, ovvero comprendere quale tipologia di fusione e acquisizione abbia un impatto più significativo sul valore delle imprese coinvolte nell'operazione.

2.1 M&A verticali

Per fusione o acquisizione verticale si intende l'unione tra due società che svolgono funzioni diverse, ma che operano nella stessa catena di approvvigionamento volta alla realizzazione di un bene o di un servizio.

L'azienda acquirente può scegliere se acquistare un'azienda a monte, ovvero un'impresa fornitore che produce gli input dell'impresa acquirente, o a valle, nel caso in cui la target sia un cliente dell'azienda. Il risultato, quindi, è l'assorbimento di un anello della supply chain, in modo da estendere il controllo su ulteriori fasi della produzione.

Questa tipologia di M&A, come accennato nel primo capitolo, si inizia a sviluppare tra gli anni Venti del Novecento, nel periodo della seconda merger wave. L'utilizzo di questa nuova tipologia di M&A influenza la struttura del mercato contribuendo alla formazione degli oligopoli che caratterizzano quel periodo. Tra le M&A verticali del periodo, una delle più influenti è quella tra National City Bank of New York e Guaranty Trust Company of New York nel 1920. Grazie a questa operazione la National City Bank of New York ha integrato le attività bancarie con i servizi fiduciari (White, E. N. 1985).

La scelta di intraprendere un'operazione del genere è motivata dalla volontà di massimizzare l'efficienza e minimizzare i costi attraverso l'abbattimento dei costi di transazioni insiti nel mercato. Una volta che l'azienda diventa una sola, viene meno la necessità di ricorrere all'approvvigionamento da terzi, affrontando le dinamiche del mercato in cui le parti coinvolte agiscono nei propri interessi. Dopo la conclusione dell'operazione, infatti, le parti agiscono nel bene comune del complesso aziendale, volto all'efficientamento della produzione. Tuttavia, non sempre questo genere di fusioni comporta una massimizzazione dell'efficienza. Qualora i costi di coordinamento necessari per gestire le attività dell'azienda risultante dalla fusione superino i costi di transazione del mercato, l'operazione non avrà sortito gli effetti desiderati. Pertanto, sono necessarie analisi approfondite circa l'eventuale risparmio derivante dall'abbattimento dei costi contrattuali, di negoziazione, di ricerca di fornitori e dei rischi annessi ad essi. Inoltre, è fondamentale valutare la compatibilità delle aziende coinvolte nell'operazione, sia per quanto riguarda gli aspetti organizzativi della produzione e della logistica, sia per gli aspetti di governance e coordinamento generale.

La corretta valutazione di questi elementi è essenziale per realizzare un'operazione così complessa e per assicurarsi che, una volta completata, la fusione raggiunga livelli ottimali di efficienza nel minor tempo possibile.

Il raggiungimento dell'efficienza, oltre a giovare alle imprese in termini economici e organizzativi, si ripercuote anche sul mercato e sui consumatori finali. L'integrazione tra più imprese appartenenti alla stessa filiera produttiva, infatti, implica che da una fase all'altra del processo produttivo le imprese non siano costrette a realizzare margini di profitto elevati, imponendo dei prezzi che si riflettono successivamente sul consumatore finale.

Si evidenzia che la necessità di realizzare margini significativi in ogni step di produzione rappresenta un'esternalità negativa non trascurabile, che impatta sia sulle imprese, perché innesca un meccanismo di incremento dei prezzi/costi che riduce i profitti reciproci delle imprese della filiera, sia, come detto, sul consumatore finale, vittima di un'inefficienza del mercato (Treccani, 2012).

Un caso di successo in termini di riduzione dei costi di produzione grazie alle acquisizioni verticali è quello di SpaceX, l'azienda di Elon Musk che opera nel settore aerospaziale. SpaceX è riuscita ad integrare con successo diversi processi della propria supply chain attraverso una serie di acquisizioni di aziende come Space Data Corporation (2015) azienda nel campo dei sensori per migliorare le capacità di monitoraggio dei suoi prodotti; Palmdale's (2018) al fine di potenziare le proprie capacità nella produzione di componenti e assemblaggi; Falcon Aerospace (2021) per la produzione di componenti avanzate dei veicoli spaziali. Grazie a queste acquisizioni, SpaceX è riuscita a battere la concorrenza riducendo il costo del lancio di un veicolo spaziale. L'azienda concorrente United Space Alliance, infatti, ha patito la dislocazione dei fattori di produzione e i margini di profitto dei vari step della produzione, che non consentivano di scendere al di sotto di 460 milioni per lancio, contro i 90 milioni raggiunti da SpaceX (Conti, S. 2016).

L'eliminazione della doppia marginalizzazione, così viene chiamato il processo appena descritto, è solo uno degli effetti dell'integrazione verticale, che non solo consente di gestire i profitti lungo la filiera nel modo più efficiente, ma anche di ottimizzare i processi grazie alla condivisione delle risorse. I benefici ottenuti grazie alle sinergie derivanti dal coordinamento e dalla gestione congiunta dei processi di produzione rientrano negli effetti delle cosiddette economie di scopo. A differenza delle economie di scala, che saranno approfondite in seguito e che legano l'efficienza all'aumento della quantità prodotta, le economie di scopo si ottengono con la riduzione del costo medio grazie alla produzione congiunta di beni diversi.

Oltre alle sinergie derivanti dalla condivisione delle risorse, le acquisizioni verticali consentono anche di ottimizzare la gestione del debito delle aziende coinvolte. Una gestione congiunta delle passività finanziarie, infatti, qualora

i debiti delle aziende siano sbilanciati, permette di riequilibrare la struttura finanziaria, conferendo maggiore stabilità alle imprese. Inoltre, sanando la situazione finanziaria, l'azienda risultante dalla acquisizione potrà accedere al credito o a fonti di capitale più facilmente.

Un maggiore controllo interno, ottenuto grazie al raggiungimento dell'efficienza tra azienda fornitrice e produttrice, consente anche di essere meno dipendenti dalle fluttuazioni di prezzo delle materie prime e di ridurre i rischi operativi. Sebbene le fluttuazioni impattino comunque sull'azienda fornitrice, le ripercussioni dell'aumento del prezzo delle materie prime possono essere gestite nel modo più efficiente contando sul contributo di entrambe le aziende coinvolte nell'acquisizione o nella fusione.

Inoltre, il coordinamento tra le diverse fasi migliora anche la circolazione delle informazioni tra i vari reparti di produzione e permette di intraprendere decisioni consapevoli coinvolgendo più aziende appartenenti alla medesima filiera. In questo modo è possibile migliorare l'elasticità dell'offerta e quindi adattarsi più rapidamente ai cambiamenti della domanda, modulando la produzione in base alle esigenze del mercato (Pezzoli, A. 2023).

Il raggiungimento di un elevato livello di coordinamento e integrazione rafforza la resilienza alle dinamiche di mercato e la posizione competitiva dell'azienda. L'aumento del potere di mercato, ottenuto grazie alle operazioni di M&A viene monitorato da enti come la Federal Trade Commission (FTC) o, in Italia, l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM), i quali si accertano che il potere di mercato non raggiunga livelli che ledano la concorrenza. Solitamente le M&A verticali presentano meno problemi di concorrenza rispetto a quelle orizzontali, perché si ritiene che i benefici che ne derivano generino effetti positivi sull'efficienza del mercato. Tuttavia, se l'effetto secondario dell'incremento del potere di mercato supera l'incremento di efficienza, le fusioni verticali possono ridurre il benessere dei consumatori. Ad esempio, quando nel 2016 AT&T, azienda tra le più importanti per la fornitura di TV via cavo, via satellite e telecomunicazioni, ha annunciato l'acquisizione di Time Warner, proprietario di Warner Bros, CNN e HBO, con un'operazione di 108 miliardi di dollari, il governo degli Stati Uniti ha avviato un'azione legale per fermare l'operazione dichiarandola

anticoncorrenziale. Alla fine, AT&T è riuscita comunque a concludere l'operazione proprio perché, trattandosi di una fusione verticale, è stato più difficile dimostrare la natura anticoncorrenziale dell'affare (Wharton School, 2018).

In ogni caso, sebbene le grandi fusioni destino preoccupazioni riguardo il potere di mercato potenziale, non è per nulla scontato che si raggiunga un livello di integrazione e di efficienza tale da incrementare in modo considerevole la posizione competitiva delle aziende. Ci sono numerosi fattori, infatti, che minano il raggiungimento dell'efficienza e che complicano la convivenza sana e pacifica delle aziende coinvolte in un'operazione di M&A. Il primo fattore critico valido anche per le altre tipologie di fusioni e acquisizioni, riguarda le differenze culturali tra le due aziende. Tali differenze possono emergere sia nell'esecuzione e pianificazione dei processi, sia in termini di obiettivi e priorità strategiche, rischiando di ostacolare l'allineamento della produzione e delle strategie di governance. In particolare, l'allineamento della produzione rappresenta un requisito fondamentale per questa tipologia di M&A. Le diverse fasi di produzione, al fine di realizzare lo stesso bene o servizio, devono essere perfettamente sincronizzate in modo da evitare che manchino dei fattori per il prodotto finito o che ci siano eccessive rimanenze di un fattore di produzione. Alla base di una scarsa sincronizzazione possono esserci difetti di comunicazione, che, in una struttura complessa come quella derivante da un'integrazione verticale, è fondamentale evitare. Di conseguenza, è necessario definire i canali di comunicazione, i processi di coordinamento e di monitoraggio di ogni fase della produzione per garantire un flusso di informazioni efficiente.

Inoltre, considerando l'enorme incremento degli sforzi necessari per mantenere il controllo interno sulla produzione, si rischia di isolarsi rispetto ai cambiamenti che avvengono all'esterno del complesso aziendale, limitandone la flessibilità ad adattarsi agli eventi esogeni. In aggiunta, ampliando il controllo su diverse fasi si rischia di essere troppo dipendenti dalle proprie dinamiche aziendali. Perché se da un lato la centralizzazione consente di monitorare più step di produzione e quindi di valutare la qualità della produzione in ogni fase, d'altro canto, se emerge un problema in una singola fase di produzione, c'è il rischio di condizionare l'intero processo. Al

contrario, un'azienda che esternalizza i propri processi può contare su diverse aziende di fornitura o di distribuzione, senza rischiare che un problema emerso in una fase della catena condizioni l'intero processo di produzione (Seth, A, 1990).

In conclusione, le acquisizioni verticali offrono la possibilità di controllare propria catena di fornitura e di ridurre i costi di produzione, ma, considerando i fattori critici potenziali menzionati, comportano un incremento del rischio operativo. La riuscita di tali operazioni, infatti, dipende capacità delle aziende di definire con estrema chiarezza una nuova struttura aziendale, investendo sui ruoli di coordinamento, monitoraggio e integrazione culturale delle aziende coinvolte, al fine di garantire una produzione sincronizzata ed efficiente.

2.2 M&A orizzontali

Dopo aver analizzato le M&A verticali, nel capitolo seguente saranno descritte le fusioni e acquisizioni orizzontali, ovvero le operazioni che avvengono tra imprese che operano nello stesso settore e offrono prodotti o servizi simili.

Le M&A orizzontali si iniziano a diffondere con particolare rilevanza durante la prima merger wave (1897-1904) e rappresentano una strategia di crescita complessa ma estremamente efficace, volta ad espandersi e quindi a rafforzare la posizione competitiva all'interno del mercato, tramite l'acquisizione di clienti diretti.

Grazie a questa tipologia di operazioni le imprese riescono ad amplificare enormemente la propria capacità produttiva. Gli asset acquisiti grazie alla fusione con le imprese target, poiché utilizzati per la produzione dello stesso bene o servizio, risultano facilmente integrabili all'interno del sistema organizzativo e produttivo dell'impresa acquirente. La possibilità di condividere gli asset e di incrementare la capacità produttiva consente di realizzare economie di scala, che rappresentano uno dei vantaggi più significativi delle fusioni e acquisizioni orizzontali. Attraverso il

raggiungimento di economie di scala le imprese riescono a ridurre i costi medi di produzione e ad aumentare i margini operativi. Questo effetto si manifesta perché, aumentando la quantità prodotta, i costi fissi (infrastrutture, macchinari, attrezzature, software, costi per ricerca e sviluppo), vengono distribuiti su un numero maggiore di unità. In questo modo, il costo per unità diminuisce e aumentano i margini operativi, ovvero la percentuale di ricavi che si trasforma in utile al netto dei costi fissi e variabili. Inoltre, il risparmio di risorse derivante dalle economie di scala può incentivare investimenti nei rami aziendali dedicati all'innovazione (R&D). Allo stesso modo, il confronto con un'azienda che produce la stessa tipologia di bene o servizio può senz'altro favorire uno scambio di idee e di know-how, che incentiva l'implementazione di nuovi sistemi di produzione derivanti dalla combinazione dei processi delle due aziende. Questa dinamica si verifica soprattutto se l'azienda target è si trova in un contesto geografico differente rispetto all'azienda acquirente. Le acquisizioni orizzontali, infatti, qualora l'azienda acquirente desideri espandere la propria domanda anche nei mercati esteri, rappresentano uno degli strumenti più efficaci per entrare in nuovi mercati. In questo caso, sebbene l'integrazione con un'azienda estera possa risultare più complessa a causa delle diversità culturali sia tra aziende sia tra i rispettivi paesi, i benefici derivanti dalle sinergie e dallo scambio di know-how potrebbe essere maggiore. In questo caso, la fusione può apportare benefici sia in termini di innovazione sia in termini di rischio, poiché l'ingresso in nuovi mercati garantisce una diversificazione delle fonti di reddito, e quindi una diminuzione del rischio (Dickson, 1986). Un caso di espansione in mercati stranieri è quello di Vodafone, che nel 2019 ha acquisito le attività di Liberty Global, holding multinazionale nel campo delle telecomunicazioni, con il fine di espandersi in ben quattro mercati differenti: Germania, Ungheria, Repubblica Ceca e Romania. Nello specifico, l'operazione da 18,4 miliardi ha visto Vodafone comprare le partecipazioni di controllo di aziende operanti nel settore della telecomunicazione e dei media controllate da Liberty Global, rafforzando così la propria presenza in questi mercati e ampliando la propria offerta di servizi in base alle esigenze dei territori (European Commission 2019).

L'espansione in nuovi mercati, insieme agli altri fattori descritti, contribuisce senza dubbio ad incrementare il potere di mercato dell'impresa risultante dall'operazione, che non solo riduce i costi unitari aumentando la capacità produttiva, ma si libera anche del diretto concorrente che acquisisce. Non è raro, infatti, che le acquisizioni orizzontali siano sottoposte a controlli e sanzioni da parte degli enti responsabili in materia di antitrust, i quali, specie nel caso di acquisizioni orizzontali, sono chiamati a bloccare la trattativa se giudicata anticoncorrenziale. Infatti, uno dei principali fattori critici per le aziende che intraprendono questa tipologia di operazioni è proprio il rischio di creare situazioni di monopolio. Ad esempio nel 2021 è stata bloccata un'operazione da ben 30 miliardi di dollari tra Aon e Willis Towers Watson, due multinazionali specializzate nei settori del brokeraggio, risk management e assicurazione del credito. Il Dipartimento di Giustizia degli Stati Uniti (DOJ) ha intentato una causa per bloccare la fusione, a causa dell'elevato rischio di riduzione della concorrenza in diversi mercati critici. Le parti, comprendendo la complessità della causa e dei numerosi anni necessari per la sentenza, hanno deciso di rescindere l'accordo di aggregazione aziendale con il pagamento di 1 miliardo di dollari da parte di Aon verso Willis Towers Watson per la risoluzione dell'accordo (Finanza Lastampa, 2021).

Altri fattori di rischio, oltre a quello di monopolio e ai rischi legati alle differenze culturali tra le imprese coinvolte nell'operazione, risiedono nella difficoltà di mantenere inalterata la domanda di entrambe le aziende coinvolte nell'operazione. Se la domanda dell'azienda risultante dalla fusione risulta minore alla somma delle domande delle due aziende separate, può accadere che le altre aziende presenti nel mercato riescano ad attrarre la domanda non più soddisfatta dalle aziende che partecipano alla fusione, aumentando così la propria quota di mercato (Sawler, J. 2005). Tale situazione può verificarsi se alla fusione non consegue un'ottimizzazione dei processi e un raggiungimento dell'efficienza. Può accadere ad esempio che la riorganizzazione della struttura aziendale non tenga sufficientemente conto delle risorse o dei processi che si sovrappongono, caratteristica molto comune data la somiglianza del sistema produttivo di due aziende operanti nello stesso mercato. Inoltre, vi sono casi in cui, una volta riconosciuti i ruoli ridondanti all'interno dell'organizzazione, si sia costretti a rinunciare quindi a licenziare

risorse importanti, destando malumori e rischiando di perdere persone valide e fondamentali per il perseguimento dell'efficienza.

Anche l'incremento della dimensione rischia di essere un'arma a doppio taglio, in quanto concentra i rischi di entrambe le aziende in un unico complesso aziendale, che potrebbe risultare più vulnerabile a crisi o a cambiamenti nelle preferenze dei consumatori. Per il successo dell'operazione è fondamentale che il rischio operativo e finanziario dovuto all'incremento della dimensione sia più che compensato dall'aumento della capacità produttiva, il raggiungimento di economie di scala, e il rafforzamento della posizione competitiva sul mercato (Gal-Or, E. 1988).

2.3 M&A conglomerate

La terza e ultima tipologia di M&A che verrà analizzata è la fusione o acquisizione conglomerata. Diversamente da quanto detto per le acquisizioni verticali o orizzontali, le M&A conglomerate si realizzano quando le aziende coinvolte nella fusione o acquisizione operano in settori e mercati differenti.

Questo tipo di fusione, che si è iniziato a diffondere tra 1965 e il 1969, in corrispondenza della terza merger wave, riflette una strategia aziendale volta a diversificare le attività, al fine di mitigare i rischi e ampliare le opportunità di crescita.

Quando imprese operanti in diversi mercati si uniscono, la nuova entità può contare su nuove fonti di reddito, riducendo la dipendenza da un singolo mercato o settore. Questo comporta una diminuzione del rischio complessivo, fattore fondamentale per ottenere più facilmente finanziamenti a tassi favorevoli. Le imprese risultanti da queste fusioni, infatti, soprattutto se raggiungono grandi dimensioni attraverso diverse acquisizioni, attraggono più facilmente finanziatori, il cui contributo può incentivare a investire in nuove iniziative favorendo la crescita a lungo termine. Oltre all'azienda acquirente, anche le aziende acquisite riescono ad accedere più facilmente al

credito, proprio perché i finanziatori possono contare sulla solidità e la resilienza della impresa madre (Goold, M., & Kathleen Luchs. 1993).

Inoltre, nonostante le aziende coinvolte nell'operazione producano beni o servizi differenti, è possibile sfruttare le sinergie che nascono dalla combinazione delle diverse competenze o asset delle due aziende. Se una delle due aziende o entrambe possiedono delle risorse o know-how utilizzabili per produrre beni o servizi differenti si realizzano le economie di scopo, particolarmente efficaci per ridurre i costi complessivi e migliorare l'efficienza. Ad esempio, nel caso di Amazon e Whole Foods (2017), Amazon ha sfruttato la sua infrastruttura logistica per ottimizzare la catena di rifornimento di Whole Foods, riducendo i costi di distribuzione e migliorando l'efficienza operativa. L'acquisizione dal valore di 13,7 miliardi di dollari ha permesso a Whole Foods di ampliare la propria clientela attraverso le competenze logistiche e grazie alla piattaforma di e-commerce di Amazon, mentre Amazon è riuscito rafforzare la propria posizione nel settore della vendita al dettaglio di alimenti (Il Sole 24 Ore, 2017).

Oltre alle sinergie, un altro fattore che contribuisce alla crescita di entrambe le aziende coinvolte nella fusione è la diversa nazionalità o regione geografica delle due imprese. In questo caso l'impresa acquirente può sfruttare le sedi o le infrastrutture presenti nel territorio dell'impresa acquisita per vendere il proprio prodotto o servizio a nuovi clienti e lo stesso è valido per l'azienda acquisita con l'area geografica dell'impresa acquirente. Inoltre, in questa tipologia di M&A, le differenze culturali delle due aziende potrebbero avere un impatto minore rispetto alle altre due tipologie, in cui le aziende sono chiamate a collaborare per la produzione dello stesso bene o servizio, oppure di beni o servizi diversi appartenenti alla stessa filiera.

Tuttavia, sebbene nelle M&A conglomerate le imprese, a discrezione delle parti, continuino a portare avanti la propria attività con una certa autonomia, l'integrazione tra le imprese rimane un fattore importante e allo stesso tempo critico per sfruttare la combinazione delle competenze delle due aziende. Infatti, una delle principali criticità è che l'autonomia con cui le aziende operano si traduca in una mancanza di sinergie, e quindi di valore aggiunto apportato dalla fusione. A differenza delle fusioni tra imprese dello stesso mercato o settore, dove è più probabile che esistano sinergie operative o di

mercato, entità conglomerate possono non beneficiare di tali vantaggi. In questi casi non ci sono economie di scopo evidenti realizzate grazie alla condivisione di asset e riduzioni dei costi che giustifichino l'operazione. Può accadere che l'unico beneficio della fusione rimanga la facilità di accesso al capitale e la mitigazione del rischio per la società holding descritto in precedenza, senza alcun vantaggio in termini di efficienza operativa e organizzativa. Inoltre, un altro elemento che può intaccare il miglioramento dell'efficienza operativa è la difficoltà dei manager di saper gestire o interfacciarsi, a seconda dell'autonomia lasciata all'azienda acquisita, con nuove realtà che operano in settori differenti da quello dell'azienda acquirente (Mueller, 1969).

Una delle più note M&A conglomerate in cui le imprese non sono riuscite a creare sinergie è la fusione tra AOL e Time Warner. La fusione, annunciata nel gennaio 2000, è stata realizzata con l'ambizioso obiettivo di unire un colosso dei media tradizionali (Time Warner) con un'impresa leader nel settore di Internet (AOL). Il fine della fusione era quello di creare sinergie tra i contenuti di Time Warner e la vasta base di utenti di AOL. Tuttavia, la fusione non ha apportato i benefici sperati principalmente a causa della mancanza di integrazione e collaborazione tra le due aziende. Le differenti visioni a lungo termine e le differenze culturali e operative hanno ostacolato una convivenza efficace. Il modello di business di AOL era innovativo e focalizzato sull'evoluzione, mentre quello di Time Warner era radicato a processi tradizionali e consolidati. Queste differenze hanno innescato conflitti interni e, di conseguenza, mancanza di una visione comune, rendendo difficile l'implementazione di strategie che sfruttassero l'integrazione e le sinergie.

Nel 2009, dopo anni di risultati finanziari non ottimali, Time Warner ha annunciato la separazione da AOL. La decisione di separarsi è stata influenzata dalla consapevolezza di non aver sfruttato i benefici previsti e che le due aziende avrebbero potuto operare al meglio come società indipendenti (Jemison, D. B., & Sitkin, S. B., 2001).

Un esempio invece di successo di M&A conglomerata degli ultimi anni in cui le aziende sono riuscite sfruttare le competenze e i punti di forza l'una dell'altra è l'acquisizione di LinkedIn da parte di Microsoft (2016). L'operazione dal valore di 26,2 miliardi di dollari ha permesso di creare di sinergie strategiche tra LinkedIn e le soluzioni di Microsoft, come Office e Dynamics 365. LinkedIn, infatti, grazie all'integrazione con Microsoft Office e Dynamics 365 è riuscita a migliorare l'efficienza e la produttività degli utenti, consentendo loro di accedere a informazioni professionali direttamente all'interno di strumenti come Outlook e Office.

Il successo dell'acquisizione è stato in gran parte dovuto alla visione condivisa tra i leader delle due aziende. Satya Nadella, CEO di Microsoft, e Jeff Weiner, CEO di LinkedIn, hanno collaborato per assicurarsi che l'acquisizione fosse allineata con gli obiettivi strategici di entrambe le imprese. Le due aziende hanno mantenuto la propria identità e indipendenza, preservando così la fedeltà degli utenti e favorendo una transizione più agevole.

Inoltre, grazie agli investimenti di Microsoft nello sviluppo tecnologico e nelle risorse di LinkedIn, le funzionalità e l'esperienza utente della piattaforma sono migliorate, con nuove soluzioni per il recruiting e l'analisi dei dati, che hanno ampliato l'offerta di LinkedIn e aumentato il valore percepito dai clienti. Di contro, Microsoft è riuscita a rafforzare la propria posizione competitiva nel settore delle risorse umane e del business networking e, grazie a funzionalità avanzate per il marketing e le vendite, come LinkedIn Sales Navigator, ha migliorato le proprie capacità di lead generation (ovvero identificazione e attrazione di clienti potenziali) e di targeting per le aziende.

L'acquisizione di LinkedIn da parte di Microsoft rappresenta un valido esempio di come una fusione tra aziende di settori differenti possa avere successo, grazie ad un'accurata definizione dei benefici reciproci dell'integrazione e alla visione condivisa dei CEO delle due aziende, creando sinergie e ampliando le offerte di servizi (WSP, 2020).

Dopo aver esaminato nel dettaglio le diverse tipologie di fusioni e acquisizioni, evidenziando le caratteristiche distintive e le motivazioni

strategiche che le determinano, verranno definiti con chiarezza quali sono gli obiettivi della ricerca.

Inoltre, saranno analizzati i principali studi intrapresi sul tema, soffermandosi sui modelli utilizzati e sulle modalità di analisi utilizzate. Gli studi e modelli riportati nella revisione della letteratura rappresentano il punto di partenza per la definizione della metodologia dell'analisi di ricerca della tesi.

2.4 Domanda di ricerca

L'obiettivo della tesi è quello di comprendere in che modo l'impatto delle diverse tipologie di M&A analizzate si riflette sui rendimenti dei titoli azionari delle imprese che partecipano alla fusione.

Nello specifico, il primo quesito di ricerca (RQ) è:

Le diverse tipologie di M&A influenzano in modo significativamente differente i rendimenti dei titoli azionari delle imprese che partecipano all'operazione?

L'elaborato quindi si propone di indagare se esistono delle differenze tra i rendimenti che offrono le fusioni o acquisizioni orizzontali, verticali o conglomerate e, in caso ci sia una differenza significativa, l'obiettivo sarà quello di comprendere quale offre i rendimenti più elevati.

Un ulteriore aspetto che si intende esplorare riguarda gli effetti delle M&A sulle aziende acquirenti e sulle aziende acquisite, con l'obiettivo di comprendere se il mercato reagisce diversamente a seconda del ruolo dell'azienda coinvolta nell'operazione.

RQ: Esistono differenze significative tra gli effetti delle M&A sulle aziende acquirenti e gli effetti delle M&A sulle aziende acquisite?

L'ultimo scopo della ricerca è quello di analizzare l'impatto delle M&A cross-border. In particolare, si cercherà di comprendere se esiste una differenza significativa tra gli effetti delle M&A in cui l'acquirente è italiana e l'acquisita è di nazionalità estera e gli effetti delle operazioni in cui sono coinvolte un'acquirente estera e un'azienda acquisita italiana.

RQ: Come varia la reazione del mercato a seconda che l'acquirente sia un'azienda italiana che acquisisce un'azienda estera, rispetto alle operazioni di M&A che coinvolgono un'acquirente estera e un'azienda acquisita italiana?

La tesi, pertanto, si propone di offrire un'analisi dettagliata delle dinamiche di mercato legate alle operazioni di M&A, offrendo una base solida per la valutazione strategica di tali operazioni.

2.5 Revisione della letteratura

2.5.1 Modelli di riferimento

Valutare quale tipologia di M&A (orizzontale, verticale o conglomerata) abbia impatti più significativi sulle performance aziendali è una questione complessa che richiede un'analisi dettagliata degli studi e delle diverse metodologie adottate per intraprendere questo tipo di ricerca.

Intanto, una prima distinzione tra le metodologie d'analisi si fonda sulla differenza tra misure contabili e misure di mercato. Per quanto riguarda l'utilizzo di misure contabili, ci sono diversi studi sul tema, ad esempio, quello di Eisenbarth nel 2013, che si concentra sulle fasi cicliche e anticicliche dell'M&A nel mercato tedesco. Nello specifico, l'autore cerca di comprendere l'effetto delle M&A sulle imprese nelle due fasi menzionate. Per farlo utilizza indicatori quali market-to-book ratio (rapporto tra valore di mercato e valore contabile del patrimonio netto) e debito netto/EBITDA. Nonostante questi parametri siano utili per comprendere il miglioramento o il peggioramento della condizione economica e finanziaria di un'impresa dopo un'operazione straordinaria, resta difficile escludere dall'analisi le interferenze e quindi gli impatti di fattori non legati all'evento, soprattutto se si considerano i dati nel lungo periodo. Inoltre, l'utilizzo di misure contabili rende complesso confrontare studi che utilizzano diversi rapporti di bilancio o indicatori di performance (Tuch & O'Sullivan, 2007).

Considerando che l'obiettivo della ricerca è quello di comprendere la reazione del mercato alle fusioni e acquisizioni in termini di rendimenti dei prezzi azionari, le misure di mercato sembrano essere più adatte. Pertanto, la

revisione della letteratura si concentrerà sulle metodologie che utilizzano misure di mercato.

Il primo concetto su cui si fondano le metodologie prese in esame sono i rendimenti anomali (AR), che rappresentano la differenza tra il rendimento effettivo di un titolo e il rendimento atteso. Per rendimento atteso si intende il rendimento che ci si aspetterebbe nel caso in cui non si verificasse l'evento straordinario. Gli AR, quindi, servono a comprendere come un evento specifico, in questo caso una fusione o un'acquisizione, influenzi i rendimenti delle azioni di una società. La particolarità di questa tipologia di rendimenti è la capacità di isolare l'effetto dell'evento, escludendo le interferenze derivanti dall'andamento generale del mercato (Jeffery S. Abarbanell, Brian J. Bushee, 1998).

Per calcolare i rendimenti anomali, è necessario stimare accuratamente il rendimento atteso, ovvero il rendimento che gli azionisti avrebbero ottenuto in condizioni normali. La stima di questo rendimento presenta maggiori difficoltà rispetto al rendimento effettivo, la cui osservazione è immediata. Di seguito verranno analizzati i diversi metodi per calcolare i rendimenti attesi e quindi i rendimenti anomali ottenuti sottraendo i rendimenti attesi a quelli effettivi.

Aldilà del calcolo per ottenere il rendimento atteso, la somma degli AR, calcolati in un intervallo di tempo intorno all'evento in questione, fornisce il Cumulative Abnormal Return (CAR), che misura l'impatto complessivo dell'evento sui rendimenti del titolo azionario in un determinato intervallo di tempo.

Il paper "Event Study in the Evaluation of Effects of Mergers and Acquisitions" di Agnieszka Perepeczo esamina le diverse metodologie degli studi condotti sugli effetti delle M&A, per valutare le prestazioni dei rendimenti dei prezzi post-operazione. Il professore emerito S.Sudarsanam ha identificato sette modelli per calcolare i rendimenti attesi, ovvero: il Market model, il Modello di Mercato di Fama-French, il Modello Market-Adjusted, il Modello Mean-Adjusted, il Capital asset pricing model, il Reference Portfolio Model e il Control Firm Model (Sudarsanam, S. 2003). Il Market Model utilizza una regressione lineare per stimare i rendimenti attesi in base ai movimenti del mercato. La formula è:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{Mt}$$

Dove R_{Mt} rappresenta il rendimento effettivo dell'indice di mercato nel periodo t ; β_i è il coefficiente di correlazione di un'azione con l'indice di mercato; α_i rappresenta l'intercetta della retta di regressione. I rendimenti anomali vengono calcolati come $AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{Mt})$, dove R_{it} è il rendimento effettivo della società i nel periodo t , calcolato come variazione giornaliera del prezzo dell'azione. Il CAR viene quindi ottenuto sommando gli AR nel periodo di tempo t .

Attraverso una regressione lineare, il modello osserva la relazione tra i rendimenti del titolo azionario e i rendimenti di un indice di mercato, permettendo, come detto, di isolare l'impatto dell'evento considerato.

Il market model consente di intraprendere studi che richiedono precisione e semplicità. Risulta infatti particolarmente adatto per analisi che richiedono stime accurate dei rendimenti attesi senza la complessità aggiuntiva di modelli più sofisticati.

Il Modello di Mercato di Fama-French è un'estensione del modello appena descritto, che include come fattori aggiuntivi la dimensione dell'impresa e il valore di mercato.

$$E(R_{it}) = R_{Ft} + \beta_{1i}(R_{Mt} - R_{Ft}) + \beta_{2i}SMB_t + \beta_{3i}HML_t$$

Dove β_{1i} β_{2i} β_{3i} sono i coefficienti di sensibilità rispettivamente alle variazioni del mercato, alla dimensione dell'impresa e al rapporto BTMV (rapporto tra valore contabile del patrimonio netto e il valore di mercato della società); R_{Ft} è il rendimento privo di rischio nel periodo t ; SMB_t rappresenta la differenza tra un rendimento di un portafoglio composto da piccole imprese e il rendimento di un portafoglio composto da grandi imprese; HML_t è la differenza tra il rendimento di un portafoglio che comprende società con BTMV elevato e il rendimento di un portafoglio composto da grandi società. Come si evince dalla formula, il modello di Fama e French sembra riferirsi più ad un'analisi di portafoglio, anche se i parametri del modello sono costanti per tutto il periodo preso in esame, mentre nell'analisi di portafoglio in parametri possono cambiare ogni anno insieme alle variazioni del portafoglio. Questo modello offre sicuramente una precisione maggiore rispetto al market

model poiché considera più variabili, ma la sua complessità lo rende più difficile da implementare, richiedendo una quantità significativa di dati di qualità e analisi statistica avanzata.

Nel Modello Market-Adjusted, invece, il rendimento atteso delle azioni della società è pari al rendimento dell'indice di mercato nel periodo intorno all'evento considerato (event window).

$$E(R_{it}) = R_{Mt}$$

Si tratta del modello più semplice e meno accurato, escludendo dall'analisi il calcolo dei parametri α_i e β_i con il rischio che lo studio dipenda fortemente dall'adeguatezza il benchmark di mercato.

Il Modello Mean-Adjusted considera la media dei rendimenti del titolo come rendimento atteso. Di solito viene calcolato utilizzando il rendimento medio giornaliero o mensile su un periodo indipendente, ovvero un periodo qualsiasi prima dell'annuncio e quindi non influenzato dall'evento, come nell'equazione seguente:

$$E(R_{it}) = K_i$$

Dove K_i è il rendimento giornaliero delle azioni i in un periodo indipendente. Questo modello è semplice da implementare e utile in analisi in cui si hanno a disposizione un esiguo numero di dati, ma i risultati, che non considerano le dinamiche del mercato complessivo, rischiano di essere meno precisi degli altri modelli.

Il Capital Asset Pricing Model è uno dei modelli più utilizzati per stimare i rendimenti attesi di un investimento e per la valutazione dei prezzi azionari e calcola il rendimento atteso come segue:

$$E(R_{it}) - R_{Ft} = \beta_i (R_{Mt} - R_{Ft}),$$

Il modello trova le proprie fondamenta nell'idea che gli investitori richiedano un rendimento maggiore per compensare la differenza tra il rischio dell'investimento e il rischio di un investimento privo di rischio. Le

assunzioni del CAPM sono simili a quelle del Market Model, tranne per il fatto che utilizza il tasso di rendimento privo di rischio, che solitamente corrisponde al rendimento di un titolo di stato.

Gli ultimi due modelli analizzati all'interno del paper vengono utilizzati in contesti leggermente diversi, pertanto, risultano meno inerenti con l'obiettivo della ricerca.

Nel Reference Portfolio Model il rendimento atteso viene stimato come il rendimento di un gruppo di società simile a quello che ha acquisito o è in procinto di acquisire la società.

il Control Firm Model, infine, prevede di associare a ciascuna società un'azienda simile che non sia coinvolta in un'operazione straordinaria. Il rendimento atteso dell'azione della società è stimato semplicemente come il rendimento della società di controllo nello stesso periodo.

2.5.2 Event Studies

Gli event studies sono una metodologia di ricerca utilizzata per osservare l'impatto di eventi significativi, come annunci di utili, di fusioni o cambiamenti normativi, sul valore delle imprese. La metodologia si basa sull'analisi dei rendimenti azionari al fine di comprendere in che misura l'effetto di un evento specifico abbia alterato il valore dei titoli azionari. Si tratta di una tipologia di studio particolarmente utile per analizzare le dinamiche di mercato e orientare il comportamento degli investitori (MacKinlay, 1997).

Dopo aver menzionato le metodologie più comuni utilizzate per calcolare i rendimenti attesi, e quindi i rendimenti anomali, è necessario definire uno dei fattori più importanti degli event studies, ovvero l'intervallo di tempo opportuno da considerare ai fini dell'analisi. La finestra temporale scelta per studiare l'impatto dell'evento è detta "event window". Solitamente, nelle analisi condotte con obiettivi simili a quello della tesi in questione, il periodo coincide con un intervallo di tempo che inizia prima l'evento e finisce poco dopo a discrezione di chi intraprende lo studio. Di seguito verranno riportate

evidenze di come l'event window rappresenti una scelta discrezionale ma allo stesso tempo essenziale per strutturare la metodologia di analisi. Il motivo per cui l'intervallo di tempo comprende un periodo antecedente all'evento in questione è che si sceglie di considerare gli effetti derivanti da eventuali anticipazioni del mercato. Infatti, qualora il mercato anticipi l'informazione, potrebbe riflettere sul prezzo dei titoli le reazioni all'annuncio che ufficialmente deve ancora verificarsi.

Oltre all'event window un altro elemento di fondamentale importanza negli event studies è il periodo temporale antecedente l'*event window*, sul quale stimare la relazione tra l'andamento normale del titolo in questione (ovvero l'andamento del titolo senza l'influenza dell'evento) e quello di mercato. Questo intervallo di tempo prende il nome di *estimation window*, periodo con una durata molto più ampia che termina prima che inizi l'event window. Di norma, si evita quindi che le stime dei rendimenti dell'*estimation window* tengano conto anche dei rendimenti che rientrano nell'event window, proprio per evitare di considerare rendimenti distorti dall'evento (Salinger, M. 1992, Value Event Studies). L'intervallo di tempo corrispondente all'*estimation window* deve essere quindi di lungo periodo. Tuttavia, affinché l'analisi sia significativa, l'*estimation window* non deve essere il più lunga possibile, perché i rendimenti avvenuti in un periodo troppo distante non sono considerati rappresentativi. In ogni caso si esclude il breve termine dato che l'obiettivo dell'*estimation window* è di capire la relazione passata tra il rendimento del titolo e quello del mercato, calcolo necessario per la stima dei rendimenti attesi (Timmermann, A, 2006).

Per quanto riguarda l'event window ci sono sia studi che utilizzano il CAR nel breve termine, quindi considerando i rendimenti anomali giornalieri intorno alla data dell'annuncio, sia studi che adottano la stessa metodologia utilizzando rendimenti mensili, calcolando il CAR nel lungo termine.

Un event window molto breve minimizza il rischio di includere altri eventi che possono influenzare il prezzo delle azioni rendendo complicato osservare in modo nitido la reazione del mercato alle operazioni di M&A (Lubatkin & Shrieves, 1986).

In questa ottica si orienta lo studio condotto sull'effetto delle M&A da parte di Mulherin e Boone (2000) , che utilizzano un event window di (-1; +1), su

un campione di 376 imprese acquisite tra il dal 1990 al 1998. Anche se l'obiettivo dello studio differisce da quello della tesi, in quanto il confronto non è tra le tipologie di M&A ma tra acquisizioni e cessioni, la metodologia di analisi si fonda sull'utilizzo dei rendimenti anomali. Pertanto, i risultati dei rendimenti delle acquisizioni nell'intervallo di tempo (-1,+1) può essere considerato come rilevante ai fini della ricerca e si attesta in media intorno al 21% (Mulherin e Boone, 2000).

Allo stesso modo uno studio condotto sugli effetti delle M&A nel mercato asiatico dal 2000 al 2005 con un campione di 1477 deals, utilizza come event window (0, +1), (-1, +1) e (-2, +2) e come estimation window (-125; -6). È necessario sottolineare che i risultati dello studio non possono essere paragonati a quelli ottenuti utilizzando come campione un paniere di aziende del mercato statunitense, tenendo in considerazione la diversità tra l'ambiente economico e istituzionale orientale e quello occidentale. In ogni caso questo studio consente di comprendere come si muovono i rendimenti all'interno di un intervallo particolarmente ristretto. Nello specifico lo studio, che si concentra sulle imprese acquirenti osserva rendimenti anomali in aumento da due giorni prima dell'annuncio al giorno dell'annuncio (-2; 0) con un massimo di 0,43% nel giorno 0, a seguito del quale gli AR aumentano nel giorno +1 (0,53%) e diminuiscono nel giorno +2 (0,27%) (Liao, T. L., & Chen, Y. H. 2013).

Un altro studio che vale la pena riportare che utilizza il CAR nel breve termine è quello condotto da Chatterjee, intitolato "Types of Synergy and Economic Value", che analizza gli effetti sinergici delle operazioni verticali e conglomerate statunitensi. Lo studio consente di soffermarsi su un dettaglio importante per la definizione della metodologia, ovvero la classificazione delle operazioni. Chatterjee identifica le M&A in base ai codici SIC, che consentono di individuare il settore di appartenenza e la fase di produzione in cui operano le aziende: se i settori delle due imprese coinvolte nella fusione differiscono allora l'operazione è considerata come conglomerata; se il settore è lo stesso ma cambia la fase di produzione l'operazione viene identificata come verticale. Per quanto riguarda invece l'intervallo di tempo considerato nell'analisi, gli abnormal returns vengono calcolati dal giorno -49 al giorno +50, con un estimation window di 150 giorni (-199; -50).

Relativamente ai risultati ottenuti grazie calcolo del CAR, emerge che le operazioni conglomerate offrono rendimenti anomali superiori rispetto a quelle verticali. (Chatterjee, S. 1986)

Per concludere la rassegna delle analisi effettuate nel breve termine, uno studio del 2016 condotto da Reinhard Meckl e Falk Röhrle dal titolo "Do M&A deals create or destroy value? a meta-analysis" analizza ben 33 diversi studi riguardo l'effetto delle M&A sui rendimenti azionari nel breve termine. Le differenze nella durata dell'event window di questi studi dimostrano che non c'è una teoria univoca a riguardo e che si tratta di una scelta discrezionale dell'autore della ricerca parametro discrezione. Dei 33 studi infatti 14 studi si soffermano sulla reazione nel giorno prima e nel giorno dopo la data dell'annuncio; 4 studi utilizzano i due giorni che precedono e i due giorni che seguono; le analisi restanti utilizzano diverse event window che non superano i 41 giorni (-20;+20) (Meckl, R., & Röhrle, F. 2016).

Per quanto riguarda le analisi di lungo periodo, uno dei primi studi che confronta i rendimenti delle diverse tipologie di M&A utilizzando i rendimenti anomali è quello studio da Pieter T. Elgers e John J. Clark, intitolato "Merger Types and Shareholder Returns: Additional Evidence,". Lo studio analizza i rendimenti di 337 aziende acquirenti e 66 aziende acquisite statunitensi dal 1957 al 1975 e categorizza le imprese grazie alla classificazione definita dalla Federal Trade Commission. Nel modello si considerano solo i rendimenti mensili delle aziende acquirenti per il calcolo del CAR con un event window che inizia due anni prima dell'evento e finisce due anni dopo e un'estimation window di -60; -24 mesi. Dai risultati dell'analisi emerge che le fusioni conglomerate offrono rendimenti anomali maggiori rispetto alle fusioni non conglomerate, anche se tale differenza nei rendimenti non è statisticamente significativa.

Un altro studio portato avanti con l'obiettivo di misurare gli effetti delle M&A nel lungo termine, condotto S.P. Kothari e J.B. Warner, nel 1996, consente di spiegare un'altra metodologia molto simile al CAR, ovvero il Buy-and-Hold Abnormal Returns (BHAR). Rispetto al CAR, il modello appena menzionato è più utilizzato per le analisi di lungo periodo perché non si limita alla somma lineare dei rendimenti anomali ma, come si evince dalla formula riportata di

seguito, considera l'accumulazione dei rendimenti nel tempo, che risulta più rappresentativa se l'event window è di lungo periodo.

$$BHAR_{iT} = \prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^T [1 + E(R_{it})]$$

Dove R_{it} e $E(R_{it})$ sono rispettivamente i rendimenti del titolo e i rendimenti attesi, ottenuti grazie ai modelli illustrati precedentemente. Gli autori considerano un periodo di 24 mesi prima dell'evento e un periodo di 36 mesi post-operazione, analizzando il rendimento di aziende statunitensi avvenute tra il 1980 e il 1990 e confrontando i risultati ottenuti con alcuni dei modelli descritti in precedenza (CAPM, Market model, Fama french, e Market adjustes) (Kothari, S. P., & Warner, J. B. 1997).

L'ultima analisi riportata è quella condotta da Paul H. Malatesta, che nel suo studio del 1982 intitolato "The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms," analizza gli effetti delle fusioni e acquisizioni sul valore delle azioni delle aziende statunitensi dal 1969 al 1974, calcolando i rendimenti anomali sia delle imprese acquirenti sia delle imprese acquisite. Nello studio vengono calcolati i rendimenti anomali in diversi intervalli di tempo, che variano da 60 mesi prima dell'annuncio fino a un anno dopo l'annuncio, utilizzando rendimenti mensili. I risultati ottenuti indicano che le aziende acquisite tendono a registrare rendimenti anomali positivi dopo l'annuncio della fusione, mentre le aziende acquirenti mostrano rendimenti anomali negativi, specialmente nel lungo termine. Tale risultato lascia intendere quanto sia rilevante includere nell'analisi i rendimenti di entrambe le imprese coinvolte prima e dopo l'annuncio dell'operazione. Bisogna considerare però che, nel caso in cui la fusione tra le due imprese sia totale, e quindi le due imprese cessano di esistere come unità distinte, non è possibile calcolare separatamente i rendimenti di entrambe le aziende dopo l'operazione. Tuttavia, se l'event window non comprende la data della conclusione dell'operazione, ma soltanto quella dell'annuncio, è comunque possibile calcolare separatamente i rendimenti.

La particolarità di questo studio rispetto a quelli menzionati è che, oltre ad analizzare i rendimenti sia delle aziende acquirenti sia delle aziende acquisite, viene calcolato anche un rendimento anomalo unico, ponderando i rendimenti in base al valore di mercato delle due aziende. In questo modo il rendimento

anomalo complessivo tiene conto del valore di mercato delle aziende, conferendo un peso maggiore alle aziende con una market capitalization più elevata. I risultati tendono ad essere non rilevanti nei mesi precedenti l'annuncio e positivi nei mesi -1 e 0, confermando che il rendimento anomalo ponderato permette di osservare un effetto molto diverso, e in questo caso positivo, rispetto a quello osservabile tenendo in considerazione solo le aziende acquirenti (Malatesta, P. H. 1983).

Gli studi revisionati trattano argomenti affini e collegati all'analisi dei rendimenti anomali delle diverse tipologie di M&A. Dunque, al fine di confrontare gli studi riportati con le ipotesi e i risultati che emergono dalla analisi oggetto della tesi, è necessario presentare con chiarezza le ipotesi di ricerca formulate sulla base dei risultati raggiunti dagli studi illustrati.

- *Ipotesi di Chatterjee: Esistono differenze tra i rendimenti anomali generati dalle diverse tipologie di M&A.*

Nello specifico, le M&A conglomerate nel breve termine offrono rendimenti anomali superiori rispetto a quelle verticali. Infatti dai risultati emerge che la somma dei rendimenti anomali nell'intervallo (-2,+2) delle acquirenti e delle acquisite di un'operazione conglomerata equivalgono rispettivamente a 0,0208 e 0,1748, mentre i rendimenti anomali delle aziende che partecipano a un'operazione verticale sono 0,0167 e 0,1232. Oltre alla differenza tra le due tipologie di operazioni si può notare come in entrambi i casi le aziende acquisite offrano rendimenti maggiori rispetto alle acquirenti.

- *Ipotesi di Malatesta: I rendimenti anomali delle aziende acquirenti differiscono significativamente da quelli delle aziende acquisite. In particolare, nel lungo termine (da -60 a +12 mesi) le aziende acquisite registrano rendimenti anomali maggiori rispetto alle aziende acquirenti.*

- *Ipotesi di Liao e Chen: Per gli investitori dei mercati asiatici, gli annunci di operazioni di M&A sono percepiti come notizie positive per*

le aziende acquirenti. Dallo studio, che utilizza l'intervallo (-2; +2), emerge che le MA& offrono un rendimento anomalo massimo di 0,53%, nel giorno successivo alla data dell'annuncio. Inoltre, Liao e Chen ipotizzano anche che ci siano delle fughe di informazioni relative all'operazione che influenzino i rendimenti prima della data dell'annuncio.

- **Ipotesi di Kothari e Warner:** *Le aziende che partecipano a operazioni di M&A mostrano rendimenti anomali positivi (0,14%) nel mese dopo l'annuncio e del 4% nei 36 mesi successivi.* Tali risultati sono quelli emersi grazie al calcolo del CAR con il Market Model, sebbene, come detto, lo studio riporta il calcolo anche di altri modelli e del BARR.
- **Ipotesi di Elgers Clark:** *Le società acquirenti sembrano beneficiare maggiormente dalle fusioni conglomerate rispetto a quelle non conglomerate.* I risultati raggiunti tuttavia anche se testimoniano tale differenza non risultano statisticamente significativi.
- **Ipotesi di Mulherin e Boone:** *I rendimenti anomali delle acquisizioni sono significativamente più elevati rispetto a quelli delle dismissioni.* In particolare, nei tre giorni intorno alla data dell'annuncio dell'operazione lo studio rileva che le imprese acquisite registrano rendimenti anomali in media del 21%, contro il 3% delle cessioni, suggerendo che l'annuncio di acquisizione è percepito positivamente dal mercato.

Le ipotesi e gli studi illustrati saranno menzionati nuovamente, una volta conclusa l'analisi oggetto della ricerca, nella fase di commento dei risultati che segue il capitolo sottostante, dedito alla descrizione della metodologia.

Capitolo 3 - Metodologia

L'obiettivo del seguente capitolo è di definire i diversi elementi della metodologia d'analisi, utilizzando come punto di partenza gli studi e i modelli menzionati nella revisione della letteratura del capitolo precedente.

Gli aspetti che saranno definiti all'interno del capitolo sono la definizione del campione, il modello da utilizzare per la stima dei rendimenti, l'intervallo di tempo e il benchmark di riferimento.

3.1 Definizione del campione

La popolazione di riferimento da cui estrarre il campione è costituita da tutte le aziende italiane, coinvolte in operazioni di M&A dal valore di almeno un milione nel periodo compreso tra il 2018 e il 2023. La scelta di concentrarsi sul mercato italiano risponde all'esigenza di colmare una lacuna della letteratura esistente sul tema, che ha trascurato il mercato M&A italiano in favore principalmente del mercato statunitense. Inoltre, considerando il periodo preso in esame, di cui il 2020 il 2021 sono stati caratterizzati da una forte flessione economica dovuta alla pandemia, i mercati M&A italiani, come visto nel primo capitolo, hanno subito un impatto meno devastante rispetto ad altri paesi.

La scelta di considerare 2018-2023 come periodo di analisi, si fonda sulla volontà di studiare dati recenti, nonostante possano essere condizionati in parte da un evento esogeno determinante. Infatti, non è stato scelto un numero di anni minore (ad esempio 2020-2023), proprio evitare di utilizzare un campione in cui la maggior parte delle aziende avessero realizzato operazioni di M&A in periodi con un'eccessiva influenza del Covid. Inoltre, sono stati scelti 6 anni sulla base degli studi riportati nella revisione della letteratura e

intrapresi sul mercato statunitense da Malatesta (1969-1974) e sul mercato asiatico da Liao, T. L., & Chen, Y. H. (2000-2005).

Il campione è composto da 594 imprese, di cui 223 sono conglomerate italiane, 169 sono verticali, e 202 sono orizzontali. Le imprese sono state classificate grazie ai codici SIC, che individuano il macro-settore e il micro-settore di appartenenza per ogni azienda. Confrontando il settore di appartenenza delle due aziende coinvolte nella fusione, è possibile capire se le imprese operano nello stesso settore, nella stessa filiera, o in settori differenti, individuando quindi la tipologia di M&A.

Le imprese incluse all'interno del campione sono imprese quotate di cui i dati sono stati resi pubblici; pertanto, la popolazione da cui è stato estratto il campione non comprende il totale delle imprese che hanno partecipato alle M&A. Per comprendere la portata dello studio è necessario specificare che il totale delle imprese che in Italia hanno partecipato alle operazioni di M&A nel periodo considerato e che superano il valore di un milione è circa 3600, di cui solo 780 sono quotate. Le 594 imprese estratte non includono le aziende che al momento dell'annuncio dell'operazione non possiedono dati a sufficienza per essere inserite nell'analisi. Quindi le imprese che sono nate o sono state quotate in borsa in una data che non consente di raccogliere i dati che rientrano nell'estimation window sono state escluse dal campione.

Oltre alle analisi sulle diverse tipologie di M&A la ricerca si propone di suddividere il campione in altre categorie al fine di confrontare anche altri risultati. Infatti, il campione sarà suddiviso anche nelle seguenti categorie:

- imprese italiane acquirenti sia di imprese italiane sia di imprese estere,
- imprese italiane acquisite sia da imprese italiane sia da imprese estere;
- imprese straniere acquirenti di imprese italiane
- imprese straniere acquisite da imprese italiane

In questo modo sarà possibile analizzare l'impatto delle M&A sulle imprese acquirenti e acquisite, e confrontare i risultati anche con le operazioni che coinvolgono un'azienda estera.

3.2 Il modello

Dopo aver analizzato i modelli e gli studi descritti all'interno della sezione dedicata alla revisione della letteratura, il modello scelto per l'analisi dei rendimenti delle diverse tipologie di M&A è il Cumulative Abnormal Return (CAR), integrato con l'applicazione del Market Model per il calcolo dei rendimenti attesi.

Il CAR rappresenta uno degli strumenti più efficaci per misurare l'effetto di eventi specifici sui rendimenti dei titoli azionari. Il motivo per cui il CAR è particolarmente adatto per questo studio risiede nella capacità di isolare l'impatto diretto di un'operazione di M&A, eliminando l'influenza esterna del mercato, che potrebbe confondere l'interpretazione dei risultati. Questo è reso possibile attraverso il calcolo dei rendimenti anomali (cfr. p. 34), di cui la somma in un periodo di tempo predeterminato, che circonda l'annuncio dell'operazione, permette di catturare le reazioni immediate, in ritardo e anche anticipate, qualora ci siano, offrendo un quadro completo degli effetti dell'M&A.

Il Market Model, come visto nel secondo capitolo, serve a calcolare i rendimenti attesi di un titolo in assenza di eventi straordinari, calcolo necessario per la stima dei rendimenti anomali. Il modello si basa su una relazione lineare tra i rendimenti di un titolo azionario e quelli di un indice di mercato di riferimento. Prima di entrare nel merito della formula, si specifica son ostati utilizzati tre diversi indici di mercato per calcolare i rendimenti attesi: FTSE MIB per le aziende italiane, Euro Stoxx 50 per le aziende europee e S&P 500 per quelle statunitensi. Gli indici non italiani sono utilizzati per le M&A che, come detto nella descrizione del campione, coinvolgono anche aziende estere oltre a quelle italiane.

Per comprendere al meglio in che modo si riesca a calcolare dei rendimenti che tengano conto dei rendimenti del mercato e del titolo in questione, si procede nel descrivere nel dettaglio la formula, già enunciata in precedenza:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{Mt}$$

Per calcolare il beta (β_i) è necessario raccogliere i dati storici del titolo e di un benchmark di riferimento, che rappresenti l'andamento del mercato. In seguito, si calcolano i rendimenti giornalieri, settimanali o mensili

percentuali di entrambi i rendimenti, quindi la variazione percentuali dei prezzi rispetto al periodo precedente. Si precisa che all'interno dell'analisi sono stati utilizzati rendimenti giornalieri. Successivamente, si calcola il beta, ovvero la sensibilità del rendimento del titolo rispetto ai cambiamenti nei rendimenti del mercato. A livello algebrico-statistico il beta è dato dal rapporto della covarianza tra i rendimenti del titolo e i rendimenti del mercato, ovvero dal numero che descrive la relazione tra le variazioni dei due rendimenti, e la varianza dei rendimenti del mercato, ovvero la variabilità o la dispersione dei rendimenti rispetto alla loro media. Per comprendere il funzionamento logico del beta potrebbe essere utile fornire degli esempi:

Se Beta è maggiore di 1 e il rendimento del mercato aumenta dell'1%, il titolo azionario tende a crescere più dell'1%. Questo suggerisce che il titolo è più volatile rispetto al mercato;

Se il beta è minore di 1 il titolo è meno volatile rispetto al mercato. Se il mercato cresce dell'1%, il titolo tenderà a salire meno dell'1%.

Se invece il beta è uguale ad 1, le variazioni del prezzo del titolo sono proporzionali alle variazioni del mercato.

L' α_i invece, che rappresenta l'intercetta della retta di regressione, fornisce una misura della performance aggiuntiva di un titolo rispetto a ciò che ci si aspetterebbe tenendo conto della sua sensibilità ai movimenti del mercato. Ad esempio, se il rendimento del mercato fosse pari all'alpha rappresenterebbe il rendimento previsto del titolo. Quindi, se l'alpha è positivo significa che il titolo genera rendimenti superiori alle aspettative basate sull'andamento del mercato, mentre un alpha negativo suggerisce il contrario.

In conclusione, si moltiplicano i rendimenti del mercato dei giorni intorno all'operazione con il beta, si somma l'intercetta alpha e si ottengono i rendimenti attesi. In seguito, proprio per capire se i rendimenti attesi si discostano da quelli effettivi intorno alla data dell'evento, si calcola la differenza tra rendimenti attesi ed effettivi, che sarà servirà a comprendere se l'evento, che influenza i rendimenti effettivi e non quelli attesi, determina un discostamento tra i due rendimenti (Peterson, P. P. 1989).

3.3 Intervallo di tempo

Nel capitolo inerente alla revisione della letteratura, sono stati analizzati diversi studi che hanno studiato l'impatto delle operazioni di fusione e acquisizione nel breve e nel lungo termine. Gli studi focalizzati sul lungo termine perseguono un obiettivo particolarmente interessante, ovvero analizzare, oltre all'effetto immediato dell'operazione, anche le dinamiche di integrazione e delle sinergie tra le aziende coinvolte. Sebbene questo approccio possa offrire una visione apparentemente più completa degli impatti sul mercato che una tipologia di M&A può avere rispetto ad un'altra, nel calcolo dei rendimenti anomali risulta impossibile escludere l'impatto derivante da ogni altra scelta strategica intrapresa dalle aziende nel lungo periodo. Pertanto, l'analisi potrebbe risultare distorta perché i rendimenti azionari nel lungo periodo, oltre a riflettere la capacità delle due imprese di integrarsi e creare sinergie, saranno influenzati anche da altri fattori che non riguardano la fusione. Quindi con un'analisi di lungo periodo si rischia di includere gli innumerevoli fattori che nel lungo periodo possono influenzare i prezzi dei titoli, come ad esempio politiche di marketing, scelte di governance riguardo lo sviluppo di prodotti o servizi, aumento della domanda dovuto all'uscita dal mercato di un competitor o la politica riguardo la distribuzione dei dividendi.

In linea con l'obiettivo di comprendere l'effetto delle M&A sul mercato azionario, l'analisi di breve termine risulta più pertinente per esaminare l'impatto immediato delle diverse tipologie di M&A. In questo modo è possibile minimizzare l'influenza di altri elementi, isolando l'effetto diretto dell'operazione e fornendo una valutazione più accurata della reazione del mercato (Glaum & Hutzschenreuter, 2010).

Nello specifico l'event window utilizzata (cfr. p. 37) comprenderà ventuno giorni: i dieci giorni che precedono l'annuncio dell'operazione e i dieci giorni seguenti al giorno dell'annuncio. Inoltre, verranno utilizzati altri intervalli intermedi che permettono di analizzare separatamente il CAR. Nello specifico, per catturare eventuali anticipazioni del mercato si utilizzano due

intervalli: dal quinto giorno prima dell'annuncio fino al giorno dell'annuncio; dal secondo giorno prima dell'annuncio fino al giorno dell'annuncio. In aggiunta, si calcola il CAR nell'intervallo (-1,+1), per catturare l'effetto istantaneo dell'annuncio e il CAR negli intervalli (0,+2) e (0,+5) per tenere conto anche dei possibili ritardi della reazione del mercato.

L'estimation window invece, ovvero l'intervallo di tempo per calcolare il coefficiente beta che lega l'andamento dei dati storici del titolo con quelli del mercato (cfr. p. 38), si estende da 150 a 20 giorni prima dell'operazione, in linea con le analisi degli studi menzionati nella revisione della letteratura.

3.4 Analisi statistica

Una volta ottenuti i CAR delle imprese del campione per ogni intervallo di tempo, si calcola la media dei CAR di ogni categoria di M&A. Per comprendere se le eventuali differenze tra le medie siano statisticamente significative si utilizza il test Bootstrap, un metodo statistico particolarmente efficace per determinare se esistono differenze significative tra le medie di tre o più gruppi. Il test Bootstrap è una tecnica statistica utilizzata per stimare la media dei dati mediante un metodo di ri-campionamento con sostituzione, che prevede il calcolo della media di un cospicuo numero di gruppi (in questo caso 10.000) estratti casualmente dal campione. Si definisce ri-campionamento con sostituzione perché tutti i valori estratti, ovvero selezionati per il calcolo della media di uno dei 10.000 gruppi, sono reinseriti nel campione originale con la possibilità di essere estratti per il calcolo della media di un altro gruppo. In questo modo, ogni dato del campione ha la stessa probabilità di essere selezionato per i gruppi che il test estrae per calcolarne la media. In seguito, il test costruisce una distribuzione empirica delle medie, che permette di misurare la variabilità della media del campione e di stimare gli intervalli di confidenza. Gli intervalli di confidenza, che servono a testare la significatività di una statistica, in questo caso della media, forniscono un intervallo di valori all'interno del quale è probabile che ci sia il vero valore della media della popolazione da cui si estrae il campione, con un certo livello di confidenza (in questo caso 95%).

L'obiettivo in questo caso è quello di confrontare le medie di due o più gruppi, di conseguenza per testare significatività di un'eventuale differenza tra le medie, si osservano gli intervalli di confidenza di ciascun gruppo. La differenza tra le medie sarà considerata significativa se gli intervalli di confidenza dei diversi gruppi non si sovrappongono.

Il test Bootstrap risulta particolarmente utile quando i dati presentano una distribuzione non normale¹ e quindi escludono l'utilizzo di test parametrici quali l'ANOVA e il test a campioni indipendenti (DiCiccio, T. J., & Efron, B. 1996)

Un altro confronto che contribuirà a fornire un'analisi statistica completa delle diverse tipologie di M&A è il confronto tra le mediane, presente anche negli studi di Mulherin e Boone, Liao e Chen e Kothari e Warner. Nello specifico si utilizzeranno il test Kruskal-Wallis per confrontare più di due gruppi e il test di Wilcoxon Rank-Sum Test (noto anche come U di Mann-Whitney) per confrontare due gruppi. Questi test consentono di determinare se esistono differenze significative tra le mediane di due gruppi indipendenti. La mediana, essendo il valore centrale di una distribuzione, offre una stima della tendenza centrale del campione. Confrontare la mediana consente di escludere dal confronto influenze di outlier o distribuzioni asimmetriche che possono distorcere un confronto tra medie.

Prima di effettuare il test si formulano due ipotesi:

- L'ipotesi nulla (H_0): non esiste una differenza tra le mediane dei due gruppi;
- L'ipotesi alternativa (H_1): esiste una differenza tra le mediane dei due gruppi.

Per capire quale ipotesi vada accettata e quale rifiutata si osserva il p-value, che esprime la probabilità di ottenere un risultato uguale a quello osservato nel campione, assumendo che l'ipotesi nulla sia vera.

¹ Per distribuzione normale o gaussiana si intende una distribuzione in cui i valori si distribuiscono in modo simmetrico attorno alla media. In una distribuzione perfettamente simmetrica, la media, la mediana e la moda coincidono assumono il valore centrale della distribuzione, che rappresenta il valore dove si concentrano il maggior numero dei dati. Il resto dei dati si distribuiscono equamente al di sopra e al di sotto del valore centrale (Treccani, 2012).

Un p-value basso (in questo caso inferiore a 0,05, dato un livello di confidenza del 95%) indica che è improbabile che la differenza osservata tra i gruppi sia dovuta al caso e che quindi non rappresenti la popolazione. Pertanto, un p-value inferiore a 0,05 indica che c'è una differenza significativa tra le mediane dei gruppi confrontati. In questo caso, si rifiuta l'ipotesi nulla e si accetta l'ipotesi alternativa.

Al contrario, un p-value elevato non consente di rifiutare l'ipotesi nulla, dal momento che indica la probabilità che le due mediane siano uguali. Quindi, se la differenza è riscontrabile dai dati del campione, il test in questo caso suggerisce che tale differenza può essere attribuita al caso.

Capitolo 4 - Commento dei risultati

Nell'ultimo capitolo della tesi verranno illustrati e analizzati i risultati ottenuti, esaminando nel dettaglio le implicazioni delle evidenze emerse durante la fase di analisi, al fine di trarre delle conclusioni che siano utili e significative.

4.1 Analisi dei risultati totali

Tipologia M&A	CAR Aziende italiane (2018-2023)					
	(-10,10)	(-5,0)	(-2,0)	(-1,1)	(0,2)	(0,5)
<i>Conglomerate</i>	4,09%	2,01%	1,96%	5,05%	5,07%	4,71%
<i>Verticali</i>	1,46%	1,29%	1,48%	3,10%	2,85%	2,87%
<i>Orizzontali</i>	5,55%	3,15%	3,06%	5,63%	5,71%	5,63%

Tabella 1 - Risultato del CAR delle tipologie M&A

I risultati mostrano le medie dei CAR di ogni tipologia M&A di aziende italiane, sia acquirenti che acquisite, dal 2018 al 2023, calcolati su diversi intervalli di tempo prossimi all'annuncio dell'operazione.

Soffermandosi sulle differenze tra le diverse tipologie emergono alcune tendenze interessanti.

Le fusioni orizzontali sembrano suscitare aspettative di mercato più favorevoli in tutti gli intervalli di tempo considerati rispetto alle altre tipologie di M&A. Gli investitori, quindi, percepiscono le fusioni o acquisizioni orizzontali come un'opportunità per incrementare il valore dei propri investimenti.

La fiducia riposta nei rendimenti delle fusioni e acquisizioni orizzontali può essere attribuita a diversi motivi. Il coinvolgimento di due aziende che offrono lo stesso bene o servizio viene visto come un efficace strumento per ottenere

sinergie operative e finanziarie. La condivisione di competenze e risorse simili consente più facilmente di ottimizzare i processi e di dare alla luce nuove idee per potenziare la competitività e l'innovazione.

Inoltre, potrebbe risultare più facile per un investitore valutare le potenziali aree di miglioramento e i benefici reciproci derivanti dall'operazione. La prevedibilità dei motivi e degli obiettivi che guidano le M&A orizzontali contribuisce a conferire fiducia nell'operazione, specie se paragonata a fusioni o acquisizioni in cui la differenza tra i modelli di business, complica l'individuazione di potenziali sinergie.

D'altro canto, rispetto ad una fusione verticale, che offre rendimenti minori rispetto alle altre tipologie, le M&A orizzontali ottengono una maggiore visibilità. Le questioni legate al rischio di monopolio, che obbligano queste fusioni ad una serie di controlli da parte di enti governativi, se da un lato contribuiscono ad aumentare l'incertezza riguardo la realizzabilità dell'operazione, dall'altro generano un certo un rumor di mercato che spinge gli investitori ad informarsi sull'operazione. Inoltre, le acquisizioni o fusioni verticali, che prevedono il coinvolgimento di aziende fornitrici o di distribuzione dell'azienda acquirente, potrebbero destare meno interesse rispetto all'unione di due aziende competitor che vendono gli stessi prodotti o servizi e sono conosciute dagli stessi clienti.

Infine, un fattore cruciale, per cui appare particolarmente attraente l'investimento in aziende che partecipano a fusioni orizzontali, risiede nella percezione dell'inevitabile potenziamento competitivo dovuto all'aggregazione delle quote di mercato delle due aziende. Questo vantaggio, a prescindere dalla capacità delle aziende di integrarsi in breve tempo, rafforza la posizione dell'azienda risultante dalla fusione rispetto ai concorrenti e ciò si traduce in un maggiore potere nel determinare i prezzi e guidare il mercato.

Analizzando invece le differenze tra M&A conglomerate e M&A verticali, sebbene la differenza non risulti statisticamente significativa, osservando i risultati si può ipotizzare che generalmente le M&A conglomerate potrebbero offrire rendimenti anomali superiori rispetto alle M&A verticali. Tale ipotesi risulta in linea con lo studio condotto da Chatterjee sul mercato statunitense, che evidenzia come le operazioni conglomerate siano percepite più

favorevolmente dal mercato perché consentono di diversificare il rischio e di sfruttare sinergie operative e finanziarie.

I test statistici effettuati confermano che esiste una differenza significativa tra i rendimenti delle aziende che hanno partecipato alle diverse tipologie di M&A. Si precisa che l'intervallo considerato per il confronto è quello che comprende il numero di giorni maggiori prima e dopo la data dell'annuncio, ovvero (-10,+10).

Bootstrap

<i>Tipologia M&A</i>	<i>Statistica</i>	<i>Distorsione</i>	<i>Errore std.</i>	<i>Intervallo di confidenza 95%</i>	
				<i>Inferiore</i>	<i>Superiore</i>
<i>Conglomerate</i>	4,0945%	0,0077%	0,7892%	2,5821%	5,6796%
<i>Verticali</i>	1,4615%	-0,0148%	0,8010%	-0,0522%	3,0665%
<i>Orizzontali</i>	5,7851%	-0,0122%	1,3466%	3,2999%	8,6261%

I risultati bootstrap si basano su 10000 campioni di bootstrap stratificato

Tabella 2 - Bootstrap Confronto Tipologie M&A

Kruskal – Wallis

<i>Confronto Tipologie M&A</i>	<i>Statistica del test</i>	<i>Errore std.</i>	<i>Statistica test standard</i>	<i>Sig.</i>
<i>Verticali - Orizzontali</i>	-32,473	16,888	-1,923	0,054
<i>Verticali - Conglomerate</i>	37,751	16,278	2,319	0,020
<i>Orizzontali - Conglomerate</i>	5,278	15,842	0,333	0,739

Ciascuna riga esegue il test per l'ipotesi nulla che le distribuzioni Campione 1 e Campione 2 siano identiche.

Il livello di significatività è .050.

Tabella 3 - Kruskal Wallis Confronto Tipologie M&A

Come si evince dagli intervalli di confidenza del test Bootstrap, esiste una differenza significativa tra i rendimenti delle aziende coinvolte in M&A orizzontali e i rendimenti delle aziende coinvolte in M&A verticali. Invece, dai risultati del test sulla mediana di Kruskal Wallis, particolarmente utile per

confrontare le distribuzioni escludendo l'influenza degli outliers, si evince che esiste una differenza significativa tra le M&A conglomerate e le M&A verticali. Tale risultato è intuibile osservando la significatività dei tre confronti, che se risulta minore del p-value (0,05), consente di assumere che la differenza emersa dall'analisi è statisticamente significativa.

Il risultato ottenuto dal test sulla mediana potrebbe stupire, dal momento che la differenza tra le M&A orizzontali e M&A verticali osservabile nel test Bootstrap e nella Tabella 1, in questo test, seppur per un valore minimo, non conferma l'esistenza di una differenza significativa tra le due tipologie. Ciò potrebbe essere dovuto alla presenza di outliers che influenzano i rendimenti medi delle aziende coinvolte in operazioni orizzontali, distorcendo il risultato. Al contrario, la differenza tra le M&A verticali e M&A conglomerate, confrontando la mediana, può considerarsi significativa. Pertanto, le due distribuzioni presentano delle differenze, visibili anche osservando i risultati della Tabella 1, e non attribuibili al caso. Tuttavia, il test bootstrap non conferma l'esistenza di una differenza significativa tra le medie dei due gruppi.

Ad ogni modo i dati riportati evidenziano un altro aspetto rilevante, ovvero che i CAR di tutte le tipologie di M&A sono positivi in ogni intervallo di tempo. Rendimenti anomali positivi, anche se nel caso dell'M&A verticale si raggiunge solo l'1,46% nell'intervallo (-10,10), indicano che il mercato italiano percepisce le fusioni e le acquisizioni come generalmente vantaggiose per le aziende coinvolte, in linea con gli studi di breve termine riportati nella revisione della letteratura.

Inoltre, non sorprende che per ogni tipologia i rendimenti più elevati siano quelli nell'intervallo (-1, +1) e nei giorni immediatamente successivi alla data dell'annuncio (0,2), (0,5). Al contrario, i giorni che precedono la data dell'annuncio risultano meno elevati, nonostante considerino anch'essi il giorno 0 corrispondente alla data dell'annuncio. Quindi è probabile che nell'intervallo di tempo che precede la data dell'annuncio i rendimenti siano minori rispetto ai rendimenti attesi dal mercato, giustificando il rendimento cumulato minore rispetto agli altri intervalli. Pertanto, si può dire che in media le anticipazioni del mercato non influenzano i rendimenti nei giorni che

precedono l’annuncio delle operazioni. Tuttavia, ci sono dei casi all’interno del campione in cui nei giorni che precedono l’annuncio si registrano rendimenti anomali superiori a quelli del giorno dell’annuncio e dei giorni seguenti. Ad esempio, l’acquisizione Openjobmetis S.P.A. da parte di Group Crit S.A. del 21/12/20223, se si osservano i dati di Openjobmetis, fornisce un esempio di come le anticipazioni del mercato possano influire sui rendimenti dei titoli prima del giorno dell’annuncio.

<i>Openjobmetis 21/12/23</i>					
<i>(-10,10)</i>	<i>(-5,0)</i>	<i>(-2,0)</i>	<i>(-1,1)</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,5</i>
34,38%	37,30%	32,47%	23,84%	24,08%	23,32%

Tabella 4 – CAR di Openjonmetis

L’esempio rappresenta un caso particolare e non generalizzabile, dal momento che i rendimenti anomali nei cinque giorni precedenti l’operazione superano del 14% i rendimenti anomali dei cinque giorni che seguono l’operazione. In questo caso le informazioni preventive riguardo l’annuncio hanno indotto un gran numero di investitori a comprare le azioni dell’impresa, prevedendo un rialzo dei prezzi in seguito all’annuncio.

Inoltre, si evidenzia che i rendimenti di Openjobmetis siano di gran lunga maggiori rispetto alle medie riportate precedentemente nella tabella 1. Tali rendimenti sono in parte giustificati considerando la differenza nei rendimenti anomali tra le aziende acquisite e le aziende acquirenti, che influisce sui risultati totali dei rendimenti (Tabella 1).

Ruolo M&A	CAR Aziende italiane (2018-2023)					
	(-10,10)	(-5,0)	(-2,0)	(-1,1)	(0,2)	(0,5)
<i>Acquirenti</i>	0,30%	0,34%	0,62%	1,32%	1,41%	1,39%
<i>Acquisite</i>	11,01%	5,95%	5,39%	11,56%	11,26%	10,81%

Tabella 5 - CAR Acquirenti e Acquisite

I risultati riportati all'interno della Tabella 5 mostrano come i rendimenti anomali delle aziende acquisite siano significativamente più elevati rispetto a quelli delle aziende acquirenti in ogni intervallo di tempo considerato.

Le differenze osservabili sono confermate anche dai test statistici effettuati.

<i>Tipologia M&A</i>	<i>Statistica</i>	<i>Distorsione</i>	<i>Errore std.</i>	<i>Intervallo di confidenza 95%</i>	
				<i>Inferiore</i>	<i>Superiore</i>
<i>Aziende Acquisite</i>	0,2953%	-0,0062%	0,4464%	-0,5626%	1,1766%
<i>Aziende Acquirenti</i>	11,0112%	0,0036%	1,4147%	8,3617%	13,9149%

I risultati bootstrap si basano su 10000 campioni di bootstrap stratificato

Tabella 6 - Bootstrap Confronto tra Acquirenti e Acquisite

U di Mann-Whitney

<i>Ipotesi nulla</i>	<i>Test</i>	<i>Sig.^{a,b}</i>	<i>Decisione</i>
<i>La distribuzione di VI è la stessa sulle categorie di V2.</i>	<i>Test U di Mann-Whitney a campioni indipendenti</i>	<i>0,000</i>	<i>Rifiutare l'ipotesi nulla</i>

Il livello di significatività è .050.

Tabella 7 - U di Mann-Whitney Confronto tra Acquirenti e Acquisite

Il discostamento tra gli intervalli di confidenza del test Bootstrap consente di affermare che esiste una differenza significativa tra i rendimenti delle due categorie di aziende. Inoltre, il test sulla mediana mostra una significatività pari a 0, assumendo l'ipotesi di uguaglianza delle due mediane. Ciò implica che il test ci permette di rifiutare l'ipotesi nulla e di assumere che esiste una differenza significativa tra le due distribuzioni non attribuibile al caso.

Questa tendenza riflette la reazione generalmente positiva del mercato agli annunci di acquisizione. Il motivo principale risiede nel fatto che gli investitori presumono che le aziende siano acquisite a un prezzo più alto rispetto al loro valore attuale. Questo sovrapprezzo è spesso il risultato di trattative in cui l'azienda acquirente paga un premio per ottenere il controllo dell'impresa acquisita, premio che riflette le aspettative di sinergie e di crescita futura previste. Le aziende acquisite, quindi, diventano più attraenti grazie all'interesse mostrato dalle aziende acquirenti, che ne evidenzia il valore e le capacità distintive.

La reazione più moderata o persino neutra nei confronti delle aziende acquirenti che partecipano a M&A, invece, suggerisce che gli investitori valutino con cautela il potenziale effetto dell'operazione sulle aziende acquirenti. Gli investitori, infatti, potrebbero percepire un incremento del rischio qualora siano diffidenti riguardo la capacità dell'acquirente di creare sinergie con l'azienda acquisita, o nel caso in cui il prezzo possa sembrare troppo elevato rispetto al valore di mercato dell'azienda target.

Inoltre, l'annuncio di un'acquisizione potrebbe essere considerato come una possibile fonte di distrazione dalla gestione del business principale o come un investimento dispendioso che potrebbe limitare la flessibilità dell'acquirente in caso di eventuali imprevisti o opportunità future.

Al contrario, risulta più difficile pensare che la società acquisita possa trascurare in parte la propria gestione operativa in favore del business della acquirente. Sebbene sia necessario investire del tempo per integrare alcuni processi con la gestione dell'azienda acquirente, l'azienda acquisita continuerà ad impiegare le risorse nel proprio business con il supporto delle risorse e competenze condivise dall'azienda acquirente. Infatti, soprattutto nel caso in cui l'azienda acquirente sia di grandi dimensioni, si presume che,

oltre al costo dell'operazione, l'acquirente sia disposta a investire nella ristrutturazione dell'azienda acquisita apportando miglioramenti operativi in termini di efficienza e innovazione. La previsione di tali migliorie può accrescere il valore percepito delle azioni dell'azienda acquisita, rendendola più attraente per il mercato.

Dopo aver confrontato i rendimenti anomali totali, si osservano nel dettaglio i rendimenti di ogni tipologia di M&A, sia delle aziende acquirenti, sia delle aziende acquisite.

4.2 Analisi dei risultati delle aziende acquirenti

I risultati della Tabella 5, dai quali si deduce che i rendimenti delle aziende acquirenti sono prossimi allo zero, vengono confermati dall'analisi focalizzata sulle tre tipologie di M&A.

<i>Tipologia M&A</i>	<i>CAR Aziende Acquirenti (2018-2023)</i>					
	<i>(-10,10)</i>	<i>(-5,0)</i>	<i>(-2,0)</i>	<i>(-1,1)</i>	<i>(0,2)</i>	<i>(0,5)</i>
<i>Conglomerate</i>	0,09%	0,21%	0,38%	1,39%	1,59%	1,13%
<i>Verticali</i>	-0,33%	0,44%	0,70%	1,39%	1,09%	1,29%
<i>Orizzontali</i>	1,04%	0,35%	0,73%	1,21%	1,58%	1,68%

Tabella 8 - CAR Tipologia M&A delle Aziende Acquirenti

È possibile notare che non esistono particolari differenze tra i rendimenti delle aziende acquirenti che partecipano alle tre diverse tipologie di operazioni. L'unico aspetto che rappresenta una novità rispetto ai risultati presentati precedentemente riguarda le M&A verticali, in cui si riscontra nell'intervallo (-10,10) il primo valore negativo dei CAR. Tuttavia, tale valore (-0,33%), essendo prossimo allo zero, non influenza le considerazioni fatte in precedenza sui rendimenti delle aziende acquirenti. Anzi, consente di confermare l'ipotesi per cui l'investitori mostrano una certa diffidenza

nell'investire nelle azioni delle aziende acquirenti in prossimità della data dell'annuncio. Ipotesi avvalorata anche effettuando confronti con le aziende italiane che annunciano di voler acquisire aziende estere e con i rendimenti delle aziende estere che annunciano di voler acquisire aziende italiane.

<i>CAR Acquirenti (2018-2023)</i>						
<i>Acquirenti</i>	<i>(-10,10)</i>	<i>(-5,0)</i>	<i>(-2,0)</i>	<i>(-1,1)</i>	<i>(0,2)</i>	<i>(0,5)</i>
<i>Acquirenti italiane di aziende italiane</i>	0,30%	0,34%	0,62%	1,32%	1,41%	1,39%
<i>Acquirenti italiane di aziende estere</i>	0,33%	1,54%	1,16%	2,11%	1,93%	1,49%
<i>Acquirenti estere di aziende italiane</i>	1,42%	1,50%	0,75%	1,30%	1,70%	1,92%

Tabella 9 - CAR Aziende Acquirenti Cross-border

Eventuali differenze sono smentite anche dai test statistici, i quali non presentano livelli di significatività sufficienti per assumere che le minime differenze tra i gruppi non siano frutto del caso.

Pertanto, il commento verterà sulle aziende acquisite e sui diversi rendimenti che offrono le tre tipologie di M&A.

4.3 Analisi dei risultati delle aziende acquisite

<i>Tipologia M&A</i>	<i>CAR Aziende Acquisite (2018-2023)</i>					
	<i>(-10,10)</i>	<i>(-5,0)</i>	<i>(-2,0)</i>	<i>(-1,1)</i>	<i>(0,2)</i>	<i>(0,5)</i>
<i>Conglomerate</i>	7,83%	3,70%	3,44%	8,47%	8,32%	8,05%
<i>Verticali</i>	9,26%	5,00%	4,88%	10,52%	10,48%	9,72%
<i>Orizzontali</i>	20,81%	12,66%	10,97%	20,60%	19,68%	19,00%

Tabella 10 - CAR tipologia M&A delle Aziende Acquisite

I risultati dell'analisi dei rendimenti anomali cumulati delle imprese acquisite italiane rivelano differenze significative tra le tre tipologie di acquisizioni e fusioni. Come si evince dalla Tabella 10, le imprese coinvolte nelle M&A orizzontali offrono rendimenti medi significativamente superiori rispetto alle imprese coinvolte in fusioni verticali o conglomerate.

Il risultato non stupisce dal momento che anche l'analisi dei rendimenti totali ha offerto lo stesso risultato e l'analisi dei rendimenti delle acquirenti non ha evidenziato alcuna differenza significativa. Inoltre, i risultati delle acquisite, specie se coinvolte in operazioni orizzontali, presentano risultati ben più elevati rispetto ai risultati emersi dall'analisi che include sia le acquirenti sia le acquisite (Tabella 1). Tale differenza è riconducibile al campione delle imprese acquirenti, che, presentando un numero maggiore dati, smorza l'impatto delle imprese acquisite sulla media totale.

È interessante notare come le M&A verticali, che nella Tabella 1 presentavano i rendimenti minori, ora presentino risultati leggermente maggiori delle conglomerate. Quindi anche in questo caso i rendimenti prossimi allo zero e la numerosità del campione delle acquirenti ha annullato tale differenza nel confronto che considera sia acquirenti che acquisite (Tabella 1). In ogni caso il leggero discostamento tra la media dei rendimenti delle verticali e la media dei rendimenti delle conglomerate non risulta statisticamente significativo, di conseguenza non si può rifiutare l'ipotesi secondo la quale le due tipologie potrebbero presentare rendimenti medi uguali.

Bootstrap

<i>Tipologia M&A</i>	<i>Statistica</i>	<i>Distorsione</i>	<i>Errore std.</i>	<i>Intervallo di confidenza 95%</i>	
				<i>Inferiore</i>	<i>Superiore</i>
<i>Conglomerate</i>	7,8256%	0,0106%	1,2136%	5,4802%	10,2166%
<i>Verticali</i>	9,2562%	-0,0070%	3,0716%	3,6935%	15,7339%
<i>Orizzontali</i>	20,8112%	0,0421%	4,4444%	12,6384%	30,0842%

I risultati bootstrap si basano su 10000 campioni di bootstrap stratificato

Tabella 11 – Bootstrap Confronto Tipologia Acquisite

Kruskal - Wallis

<i>Confronto Tipologie M&A</i>	<i>Statistica del test</i>	<i>Errore std.</i>	<i>Statistica test standard</i>	<i>Sig.</i>
<i>Verticali - Orizzontali</i>	2,532	10,457	0,242	0,809
<i>Verticali - Conglomerate</i>	-26,021	12,210	-2,131	0,033
<i>Orizzontali - Conglomerate</i>	-23,489	9,350	-2,512	0,012

Ciascuna riga esegue il test per l'ipotesi nulla che le distribuzioni Campione 1 e Campione 2 siano identiche.

Il livello di significatività è .050.

Tabella 12 - Kruskal Wallis Confronto Tipologia Acquisite

Osservando i risultati del test Bootstrap, si evince che esiste una differenza significativa solo tra M&A orizzontali e M&A conglomerate. Il test sulla mediana invece individua anche una differenza tra le verticali e le conglomerate, il che è insolito considerando la minima differenza tra le medie delle due tipologie riportata nella Tabella 10. La significatività della differenza tra verticali e conglomerate può essere spiegata dalla presenza di outliers che influenzano positivamente la media del gruppo con rendimenti medi minori, ovvero le conglomerate, riducendo la differenza tra le due medie osservabile nella Tabella 10; oppure, il campione delle verticali potrebbe

presentare degli outliers negativi che riducono la media dei rendimenti e quindi la differenza con le M&A conglomerate. Differenza che invece risulta evidente confrontando le mediane dei due gruppi. In ogni caso non si può parlare di una differenza significativa tra le due tipologie dal momento che il test bootstrap che confronta le M&A conglomerate con le M&A verticali non risulta significativo.

Tuttavia, anche il confronto tra le medie di rendimenti orizzontali e verticali non risulta significativo, risultato che stupisce considerando la differenza tra le medie osservabile nella Tabella 10. Anche in questo caso la presenza di outliers potrebbe spiegare una differenza tra il confronto tra le medie e il confronto tra le mediane.

Si può comunque assumere che le aziende acquisite che partecipano a M&A orizzontale siano più affidabili in termini di rendimenti anomali, sicuramente rispetto alle conglomerate dal momento che tale confronto è supportato dalla significatività di entrambi i test.

L'affidabilità delle M&A orizzontali nel generare rendimenti anomali positivi, nonostante il campione presenti degli outliers che ne elevano la media, è osservabile anche analizzando nel dettaglio i rendimenti delle imprese acquisite, confrontando le M&A cross-border con le M&A che coinvolgono solo aziende italiane.

Tipologia M&A	CAR Aziende Acquisite (2018-2023)					
	(-10,10)	(-5,0)	(-2,0)	(-1,1)	(0,2)	(0,5)
<i>Nazionali</i>	10,96%	5,61%	5,10%	11,75%	11,28%	11,02%
<i>Cross-border</i>	11,21%	7,19%	6,47%	10,90%	11,19%	10,06%

Tabella 13 - CAR Aziende Acquisite Nazionali e Cross-border

CAR Aziende Acquisite (Acquirente italiana) (2018-2023)

Tipologia M&A	(-10,10)	(-5,0)	(-2,0)	(-1,1)	(0,2)	(0,5)
<i>Conglomerate</i>	8,32%	3,56%	3,48%	9,01%	8,59%	8,51%
<i>Verticali</i>	10,54%	5,86%	6,01%	13,10%	13,10%	12,53%
<i>Orizzontali</i>	18,77%	11,31%	9,16%	18,74%	17,86%	17,27%

CAR Aziende Acquisite (Acquirente estera) (2018-2023)

Tipologia M&A	(-10,10)	(-5,0)	(-2,0)	(-1,1)	(0,2)	(0,5)
<i>Conglomerate</i>	5,45%	4,34%	3,27%	5,88%	7,07%	5,84%
<i>Verticali</i>	6,82%	3,37%	2,73%	5,61%	5,51%	4,40%
<i>Orizzontali</i>	27,62%	17,15%	17,01%	26,80%	25,75%	24,77%

Tabella 14 - Confronto Aziende Acquisite Cross-border

Anche in questo caso è possibile notare che in entrambi i casi le acquisizioni e fusioni orizzontali offrono rendimenti anomali superiori rispetto alle altre tipologie di M&A. Nel caso delle M&A cross-border le M&A orizzontali offrono i rendimenti più elevati di ogni altra categoria del campione.

Tuttavia, nonostante tali rendimenti superino rendimenti delle acquisizioni nazionali orizzontali, osservando il confronto totale (Tabella 13) tra M&A cross-border e M&A nazionale si nota come tale differenza sia smussata dai rendimenti delle altre tipologie. Infatti, i rendimenti delle M&A cross-border, sebbene offrano rendimenti particolarmente elevati nel caso di M&A orizzontale, non si differenziano particolarmente dai rendimenti delle M&A nazionali nella Tabella 13. Ciò potrebbe essere dovuto ai rendimenti registrati dalle M&A nazionali verticali e conglomerate che superano quelli delle cross-border verticali e conglomerate e compensano la differenza visibile tra le cross-border orizzontali e le M&A nazionali orizzontali.

L'analisi statistica sia delle M&A cross-border, che delle M&A nazionali in questo caso sorprende particolarmente, perché nonostante in media la differenza osservabile sia elevata, il test Bootstrap in questo caso non consente di assumere che la differenza sia statisticamente significativa. Dal momento che i risultati del test risulta molto simile per le due categorie di M&A (cross-border e nazionale) vengono riportati solo i risultati statistici delle M&A cross-boder.

Bootstrap

<i>Tipologia M&A</i>	<i>Statistica</i>	<i>Distorsione</i>	<i>Errore std.</i>	<i>Intervallo di confidenza 95%</i>	
				<i>Inferiore</i>	<i>Superiore</i>
<i>Conglomerate</i>	5,4482%	0,0252%	3,1130%	-0,4033%	11,9725%
<i>Verticali</i>	6,8216%	0,0300%	4,3657%	-1,1214%	15,9759%
<i>Orizzontali</i>	27,6194%	-0,0433%	9,5329%	11,1466%	48,5480%

i risultati bootstrap si basano su 10000 campioni di bootstrap stratificato

Tabella 15 – Bootstrap Confronto Tipologie Acquisita da Acquirente Estera

Dalla Tabella 15, infatti, si evince che gli intervalli di confidenza di tutte le categorie risultano sovrapponibili. Pertanto, le differenze tra i gruppi non risultano significative. Nonostante gli intervalli di confidenza di M&A orizzontali e M&A conglomerate siano sovrapponibili solo per un numero esiguo di valori, non si può escludere che i rendimenti delle due tipologie possano offrire rendimenti uguali.

Il test sulla mediana invece indica che si possono considerare significative le differenze sulla distribuzione tra le acquisizioni orizzontali e conglomerate, tra le acquisizioni verticali e conglomerate, e non tra verticali e orizzontali.

Kruskal - Wallis				
<i>Confronto Tipologie M&A</i>	<i>Statistica del test</i>	<i>Errore std.</i>	<i>Statistica test standard</i>	<i>Sig.</i>
<i>Verticali - Orizzontali</i>	-0,622	4,268	-0,146	0,884
<i>Verticali - Conglomerate</i>	-10,500	4,418	-2,377	0,017
<i>Orizzontali - Conglomerate</i>	-9,878	4,972	-1,987	0,047

Ciascuna riga esegue il test per l'ipotesi nulla che le distribuzioni Campione 1 e Campione 2 siano identiche.
Il livello di significatività è .050.

Tabella 16 – Kruskal- Wallis Confronto Tipologia Acquisita da Acquirente Estera

Riguardo le M&A orizzontali, la differenza tra i risultati dell'analisi dei rendimenti (Tabella 14) che, mostrano un notevole distacco tra i rendimenti di questa tipologia rispetto alle altre, e i risultati del bootstrap e del Kruskal Wallis, che risultano statisticamente significativi solo in parte, è attribuibile a rendimenti fuori la norma di alcune imprese che potrebbero influenzare la media dei rendimenti delle M&A orizzontali.

Ad esempio, l'acquisizione di Isagro S.p.A da parte di Crop Demetra Limited annunciata il 07/03/2021 rappresenta un esempio di un'azienda acquisita da un'acquirente estera con rendimenti anomali fuori dalla norma.

Isagro S.p.A 07/03/21					
<i>(-10,10)</i>	<i>(-5,0)</i>	<i>(-2,0)</i>	<i>(-1,1)</i>	<i>(0,2)</i>	<i>(0,5)</i>
96,56%	103,42%	101,68%	103,20%	101,62%	98,59%

Tabella 17 - CAR di Isagro S.p.A

Le aspettative di successo dell'operazione, osservabili in ogni intervallo di tempo considerato, in questo caso sono attribuibili alla portata economica dell'affare. Le due aziende del settore agrochimico appartengono entrambe a due gruppi distinti: Gruppo Isagro e Gruppo Gowan. Di conseguenza, l'acquisizione dal valore di 41 milioni rappresenta il legame tra due leader del settore, operanti in due paesi differenti. Isagro in questo caso trae vantaggio

dalla esperienza e la competitività internazionale del gruppo inglese, il quale grazie a questa operazione riesce invece a espandersi nel mercato italiano.

I rendimenti anomali registrate dall'azienda menzionata ed anche da altre imprese del campione delle M&A orizzontali possono essere spiegati da diversi fattori.

In primo luogo, l'acquisizione di un concorrente in un mercato estero comporta un aumento della quota di mercato in quel territorio. Aumento che risulta immediato tenendo in considerazione che l'azienda acquirente acquisisce direttamente i clienti del concorrente, dal momento che nella maggior parte dei casi è raro che le preferenze di un cliente possano cambiare dopo un'acquisizione.

Inoltre, le fusioni orizzontali consentono di accedere a risorse e competenze locali che facilitano l'adattamento al nuovo mercato dell'azienda target, che può modificare la propria offerta di prodotti o servizi in base alle normative locali, alle preferenze dei clienti e alle dinamiche del mercato. Un'acquisizione di questo genere consente anche di creare sinergie nel ramo di ricerca e sviluppo, grazie alla combinazione di know-how operativo e tecnologico che può incentivare l'innovazione e lo sviluppo di nuove offerte con una prospettiva globale o specifica per ogni territorio.

Al contrario, le acquisizioni conglomerate, in cui le aziende operano in settori completamente diversi, nel caso di M&A cross-border, presentano ulteriori sfide in termini di integrazione e sfruttamento delle sinergie. Non risulta immediato per il mercato comprendere le sinergie potenziali o i vantaggi di un'acquisizione tra due imprese di settori e nazionalità differenti in termini di quota di mercato o di condivisione di risorse. L'unico vantaggio immediato è quello della diversificazione del rischio, ma, oltre a ridurre il rischio, la diversificazione è un fattore che implica anche una maggiore complessità di coordinamento e gestione, che può essere accentuata dalle differenze operative, normative e culturali delle aziende e dei territori di appartenenza.

Anche nelle acquisizioni verticali cross-border le sfide potrebbero aumentare, dal momento che le due aziende, oltre all'integrazione culturale, devono anche saper allineare le rispettive fasi della produzione. Le difficoltà di integrazione e coordinamento, in contesti internazionali, possono essere esacerbate da barriere linguistiche, differenze legali. In questo contesto non è

scontato che gli investitori ripongano la loro fiducia nella capacità di armonizzare i processi organizzativi e produttivi.

Tuttavia, nonostante le complicazioni riportate, è doveroso evidenziare che i risultati mostrano che i rendimenti anomali delle aziende acquisite che partecipano a M&A cross-border risultano positivi, con le differenze analizzate, per ogni tipologia di M&A.

L'ultimo confronto rilevante proposto dalla ricerca serve a comprendere se esiste una differenza nella reazione all'annuncio di un M&A tra un'azienda italiana acquisita da un'azienda estera e un'azienda estera acquisita da un'italiana. Tale confronto rappresenta il primo step per comprendere se le reazioni alle M&A cross-border possano dipendere dalla nazionalità dell'azienda coinvolte nella fusione. In questo caso l'obiettivo è quello di capire se la percezione nel mercato M&A italiano di un'acquisizione da parte di un'azienda estera è la stessa dei mercati M&A esteri quando l'acquirente è un'azienda italiana.

Ruolo M&A	CAR Acquisite (2018-2023)					
	(-10,10)	(-5,0)	(-2,0)	(-1,1)	(-0,2)	(-0,5)
<i>Aziende estere acquisite da aziende italiane</i>	-1,29%	2,52%	3,47%	4,98%	4,94%	4,74%
<i>Aziende italiane acquisite da aziende estere</i>	11,21%	7,19%	6,47%	10,90%	11,19%	10,06%

Tabella 18 - CAR Aziende Acquisite Estere e Italiane

Bootstrap				<i>Intervallo di confidenza 95%</i>	
<i>Tipologia M&A</i>	<i>Statistica</i>	<i>Distorsione</i>	<i>Errore std.</i>	<i>Inferiore</i>	<i>Superiore</i>
<i>Acquisite italiane da aziende estere</i>	11,2124%	0,0008%	3,3972%	5,1142%	18,4473%
<i>Aziende estere da aziende italiane</i>	-3,1134%	0,0044%	3,6297%	-10,383%	3,7786%

I risultati bootstrap si basano su 10000 campioni di bootstrap stratificato

Tabella 19 - Bootstrap Aziende Acquisite Estere e Italiane

U di Mann-Whitney

<i>Ipotesi nulla</i>	<i>Test</i>	<i>Sig.^{a,b}</i>	<i>Decisione</i>
<i>La distribuzione di V1 è la stessa sulle categorie di V2.</i>	<i>Test U di Mann-Whitney a campioni indipendenti</i>	0,035	<i>Rifiutare l'ipotesi nulla</i>

Il livello di significatività è .050.

Tabella 20 - U di Mann-Whitney Aziende Acquisite Estere e Italiane

È interessante notare come le aziende italiane acquisite da aziende estere mostrano rendimenti anomali cumulati significativamente più elevati rispetto alle aziende estere acquisite da aziende italiane in ogni intervallo di tempo considerato.

Tuttavia, i rendimenti del primo gruppo di aziende acquisite risultano comunque positivi in tutti gli intervalli, escluso l'intervallo (-10,10). Tale risultato, che potrebbe sembrare insolito considerando il CAR calcolato negli altri intervalli, può essere spiegato da rendimenti anomali negativi nei giorni successivi al quinto giorno dopo l'annuncio o precedenti al quinto giorno prima dell'annuncio dell'acquisizione. Questo dato potrebbe essere interpretato come una reazione piuttosto positiva nei giorni immediatamente prossimi all'annuncio, seguita da una tendenza negativa che potrebbe

riflettere una certa sfiducia da parte gli investitori nei giorni successivi; oppure da una tendenza negativa nei giorni precedenti il quinto giorno prima dell'annuncio che può essere spiegata o da dinamiche casuali o da anticipazioni del mercato che inducono gli investitori, diffidenti verso questa tipologia operazioni, a vendere i titoli.

In ogni caso, la differenza tra le due categorie di aziende acquisite suggerisce che il mercato M&A estero tende a non avere aspettative particolarmente positive nel caso in cui l'acquirente sia di nazionalità italiana. Tale tendenza potrebbe riflettere una percezione di un certo rischio o incertezza legata alle acquisizioni internazionali intraprese da aziende di nazionalità italiana. Gli investitori potrebbero reagire con maggiore cautela, diffidando della capacità delle aziende italiane di gestire con successo un'operazione in un contesto straniero. I motivi potrebbero essere attribuibili anche al contesto imprenditoriale italiano, noto per la predominanza delle piccole e medie imprese, sicuramente meno inclini alle M&A cross-border rispetto alle grandi imprese.

D'altra parte, è possibile che contribuiscano anche fattori economici più oggettivi. Ad esempio, il rating di un paese, che riflette il suo rischio politico, economico e finanziario, potrebbe influenzare questa dinamica alimentando la diffidenza verso i paesi con rating più bassi.

I rating creditizi assegnati agenzie come Moody's, Standard & Poor's e Fitch riflettono la stabilità economico finanziaria di un paese e nello specifico la capacità di ripagare i propri debiti. Le imprese che operano in un paese con un basso rating è possibile che siano considerate meno affidabili o più esposte a crisi economiche. Inoltre, il rating di un paese può influenzare anche il costo del capitale delle imprese, dal momento che i tassi di interesse sui prestiti, per i paesi con un basso rating, tendono ad essere più elevati, aumentando sia il rischio sia i costi di un'acquisizione in cui si ricorre al debito.

Di conseguenza, gli investitori esteri, nel caso di una M&A con acquirente italiana, potrebbero aspettarsi maggiori difficoltà ad accedere a finanziamenti a costi ridotti e a gestire i rischi annessi all'espansione in un mercato estero.

Al contrario, se un'azienda di un'altra nazionalità con un rating più elevato acquista un'azienda italiana, gli investitori possono confidare nelle capacità dell'impresa acquirente di gestire l'acquisizione in modo efficace e redditizio.

Le aziende italiane, a causa del rating del paese e di una percezione generale di minore solidità finanziaria rispetto a grandi multinazionali di paesi con rating più elevati, potrebbero quindi essere considerate meno affidabili o capaci di gestire acquisizioni all'estero con successo.

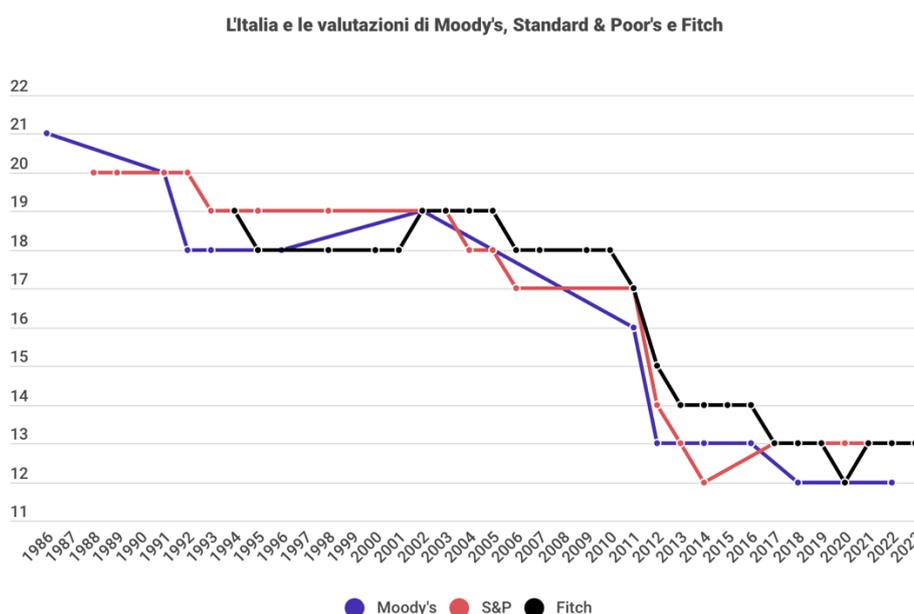


Figura 6 – Fonte:Truenumbers 2023

Il grafico mostra l'andamento del rating italiano negli ultimi trent'anni in base alle valutazioni di Moody's, Standard & Poor's e Fitch.

L'andamento discendente non può che influenzare il modo in cui viene considerato il mercato italiano da parte degli investitori, i quali, come visto, non avanzano previsioni particolarmente ottimistiche in seguito all'annuncio di un M&A con acquirente italiana.

Pertanto, il deterioramento del rating nazionale e la conseguente percezione di maggiore rischio associato alle acquisizioni promosse da aziende italiane può contribuire a spiegare la differenza tra le aspettative degli investitori e quindi tra i rendimenti delle due categorie di aziende acquisite confrontate.

4.4 Confronto con gli studi precedenti

Dai risultati ottenuti attraverso il calcolo rendimenti anomali cumulati delle diverse tipologie di M&A, sono emerse diverse considerazioni utili per gli investitori che desiderano conoscere a fondo le dinamiche del mercato M&A. Tali risultati, che sottolineano la reazione positiva del mercato per le aziende acquisite nelle M&A orizzontali, possono essere confrontati con i risultati emersi negli studi precedenti riportati nella revisione della letteratura.

Gli studi a breve termine condotti sulle imprese statunitensi da Chatterjee utilizzano un campione di 157 imprese per comprendere se esiste una differenza tra le acquisizioni verticali e quelle conglomerate. Escludono dall'analisi le acquisizioni orizzontali in quanto uno degli obiettivi della ricerca era quello studiare l'effetto delle M&A sulle imprese competitor. Di conseguenza dal momento le operazioni orizzontali influenzano particolarmente la concentrazione del mercato, gli effetti sulle concorrenti hanno una rilevanza diversa rispetto alle altre tipologie di M&A. I risultati emersi dallo studio riportano una lieve differenza che premia le M&A conglomerate (0,0208 le acquirenti e 0,1748 le acquisite), rispetto alle verticali (0,0167 le acquirenti e 0,1232 le acquisite) sia per le aziende acquirenti sia per le acquisite. I risultati forniti dalla ricerca della tesi, sebbene riportino tale differenza nel Tabella 1 che confronta le tipologie di M&A considerando sia aziende acquirenti che acquisite, non sono rilevanti a livello statistico per consentire di supportare tale ipotesi, in quanto i test effettuati non sono risultano significativi. Tuttavia, dall'analisi dei rendimenti delle aziende acquisite della tesi risulta invece che le aziende che partecipano a M&A verticali offrano rendimenti leggermente superiori alle aziende che partecipano a M&A conglomerate. Evidenza supportata solo dal test sulla mediana e non dal test bootstrap sulla media.

Confrontando i risultati, inoltre, si può notare che sia nello studio di Chatterjee sia nello studio della tesi le aziende acquisite offrano rendimenti significativamente maggiori rispetto alle acquirenti. Differenza che risulta statisticamente significativa in questi come in altri studi. Lo studio di Malatesta ed esempio, che si concentra nell'analizzare i rendimenti anomali

nel lungo termine nel mercato statunitense calcola un rendimento anomalo cumulato del 7% nell'intervallo di mesi (1,6) e del 4% (7,12) per le imprese acquisite e un rendimento di -5% e -2% per le imprese acquirenti. Tuttavia, i risultati che consentono di confermare la differenza dei rendimenti tra acquirenti e acquisite, sono difficilmente confrontabili con quelli dello studio della tesi dal momento che sono calcolati in un intervallo di tempo molto più ampio.

Anche i risultati dello studio di Kothari e Warner, condotto anch'esso sul lungo periodo, possono essere difficilmente confrontati con lo studio della tesi. Lo studio si concentra sulle aziende acquirenti calcolando il CAR e il BAHR (p.41) utilizzando il Market Model ma anche gli altri modelli descritti nella revisione della letteratura. I risultati dello studio emersi dal calcolo del CAR con il market model attestano i rendimenti cumulativi in media al 0,14% nel periodo di un mese dopo l'annuncio e 4% nel periodo di 36 mesi. È possibile notare che, anche in questo caso, considerando l'intervallo di un mese, il rendimento delle aziende acquirenti rimane prossimo allo zero.

L'ultimo studio con un'analisi di lungo periodo è quello di Elgers e Clark. Lo studio che analizza le aziende acquirenti riporta che i rendimenti cumulati più elevati sono quelli delle imprese coinvolte in M&A conglomerate. Si sottolinea l'analisi considerava le non conglomerate (verticali, orizzontali) come un'unica categoria. Tuttavia, I risultati raggiunti dallo studio, anche se riportano tale differenza, non risultano statisticamente significativi.

Un confronto particolarmente rilevante invece è quello tra i risultati del mercato italiano e i risultati nel mercato asiatico nel breve termine.

Lo studio sul mercato M&A asiatico di Liao e Chen si focalizza sui rendimenti delle imprese acquirenti negli intervalli (0,1), (-1,1) e (-2,2), utilizzando un campione di 1477 operazioni. Nonostante la diversità tra i mercati analizzati, stupisce la somiglianza tra i risultati dello studio e risultati emersi dall'analisi della tesi. Infatti, negli intervalli menzionati lo studio sul mercato asiatico riporta rispettivamente i seguenti risultati 0,96 1,28 e 1,70; i risultati della tesi, sebbene gli intervalli considerati siano leggermente diversi, sono 0,62% nell'intervallo (-2,0), 1,32% nell'intervallo (-1,1) e 1,41 nell'intervallo (0,2).

L'ultimo studio con cui confrontare i risultati della tesi è lo studio di Mulherin e Boone. Lo studio si concentra sui rendimenti delle aziende acquisite statunitensi nell'intervallo (-1,1), e il rendimento anomalo cumulativo medio che risulta dall'analisi è del 21%. Un risultato particolarmente elevato se paragonato al CAR calcolato nel mercato italiano del 11,56%.

Tale differenza potrebbe essere spiegata dalla differenza tra il mercato italiano e il mercato statunitense, il quale si contraddistingue per una maggiore liquidità. La liquidità e l'efficienza del mercato americano incentivano reazioni immediate e marcate degli investitori agli annunci di M&A. Inoltre, negli Stati Uniti, la cultura degli investimenti è caratterizzata da una partecipazione più attiva da parte degli investitori individuali e istituzionali, che tendono a reagire in modo più reattivo alle notizie di mercato rispetto agli investitori italiani.

4.5 Limiti della ricerca

Il presente studio, sebbene possa risultare uno strumento efficace per valutare l'impatto delle M&A sui titoli delle imprese, presenta alcuni limiti che meritano di essere tenuti in considerazione.

Innanzitutto, la scelta del campione, composto da 594 imprese quotate, potrebbe non essere rappresentativa dell'intera popolazione delle aziende italiane coinvolte in operazioni di M&A. Infatti, la maggior parte delle aziende italiane che partecipano a operazioni di fusione o acquisizione non sono quotate, di conseguenza, data l'indisponibilità dei dati, non sono state incluse nell'analisi. Tale limite nella scelta del campione potrebbe quindi rendere i risultati meno generalizzabili rispetto all'intero mercato M&A italiano.

Inoltre, scegliere come campione le imprese italiane limita l'applicabilità dei risultati ad altri contesti geografici, come quello europeo o globale. Tuttavia, questa scelta risponde all'esigenza di colmare una lacuna nella letteratura esistente e consente di conferire maggiore rilevanza statistica al campione, perché estratto da una popolazione meno vasta.

Un altro limite della ricerca riguarda il periodo di tempo selezionato per l'analisi. Sebbene la scelta di utilizzare come periodo dal 2018 al 2023 sia giustificata dalla volontà di avvalersi di dati recenti, è necessario considerare che la forte instabilità degli ultimi anni potrebbe aver condizionato in modo atipico i mercati. Inoltre, la durata dell'"event window" di 21 giorni utilizzata per misurare l'effetto immediato degli annunci di M&A, non tiene conto di reazioni tardive del mercato o di dinamiche di lungo termine, come l'integrazione tra le aziende e il raggiungimento di sinergie operative, osservabili in un periodo di osservazione più esteso. Tuttavia, come spiegato nel capitolo inerente alla metodologia, l'analisi di lungo termine presenta limiti non indifferenti, dal momento che analizzando solo i rendimenti dei titoli risulta impossibile isolare l'effetto delle operazioni di M&A da altri fattori che potrebbero influenzare i rendimenti.

Dal punto di vista del modello utilizzato per l'analisi, il Cumulative Abnormal Return (CAR) e il Market Model, sebbene siano appropriati per misurare l'impatto delle M&A sui rendimenti azionari, presentano alcune criticità. La prima assunzione del Market Model prevede che i rendimenti dei titoli azionari siano una funzione lineare dei rendimenti di mercato. Tuttavia, questa relazione potrebbe non essere sempre valida, specialmente in condizioni di alta volatilità o inefficienza dei mercati.

Un ulteriore limite del modello è la sua dipendenza dal benchmark di riferimento, utilizzato per la stima del beta, dell'intercetta e di conseguenza dei rendimenti attesi. Se il benchmark scelto non rappresenta pienamente il mercato in cui opera l'azienda analizzata, il calcolo dei rendimenti attesi potrebbe risultare meno accurato. Anche la stima dei rendimenti anomali, quindi, rischia di essere imprecisa, compromettendo l'affidabilità dell'analisi.

4.6 Nuove prospettive di ricerca

Lo studio condotto all'interno dell'elaborato che esamina le dinamiche di mercato legate alle diverse tipologie di operazioni di M&A, offre lo spunto per esplorare ulteriori ambiti di studio approfondendo ulteriormente il mercato M&A.

Un'analisi rilevante per interpretare al meglio gli annunci delle fusioni e acquisizioni potrebbe essere lo studio dell'impatto delle operazioni di M&A in relazione ai settori di appartenenza delle aziende coinvolte, al fine di comprendere quale sia il settore in cui gli annunci di M&A hanno impatti più significativi sui rendimenti dei titoli delle imprese.

Lo studio potrebbe consentire di evidenziare come l'appartenenza a un settore possa influenzare la percezione delle operazioni di M&A, in modo da orientare sia le imprese in cerca di opportunità di crescita attraverso acquisizioni o fusioni, sia gli investitori che desiderano conoscere gli eventi che comportano una creazione di valore nei diversi contesti di mercato.

Inoltre, un'ulteriore analisi da approfondire riguarda l'interazione tra le diverse tipologie di fusione o acquisizione e i diversi settori di appartenenza, con l'obiettivo di comprendere quale tipologia di M&A abbia l'impatto più significativo in ogni settore. Ad esempio, si potrebbe capire se nei settori caratterizzati da complesse catene di fornitura, come quello energetico o farmaceutico, l'annuncio di operazioni verticali venga percepito come un evento positivo o negativo dal mercato; o se esistono settori in cui le aziende tendono ad acquisire imprese che operano in settori diversi e quindi in cui il mercato reagisce positivamente all'annuncio di acquisizioni conglomerate.

Un'analisi di questo tipo potrebbe consentire di delineare con chiarezza quali strategie di M&A siano più appropriate per ogni settore.

Per intraprendere un'analisi di questo genere sarebbe necessario espandere il campione su scala globale, o concentrarsi su mercati particolarmente rilevanti come quello statunitense. L'utilizzo di una popolazione e quindi di un campione più ampio è fondamentale non solo per rendere i risultati più generalizzabili, ma anche per portare avanti l'analisi evitando di incorrere in problemi di mancanza di dati per un settore o per una tipologia di M&A.

Un ulteriore ambito che meriterebbe attenzione riguarda l'analisi dell'impatto delle M&A sul mercato a seconda della dimensione delle imprese coinvolte nell'operazione. Si potrebbe cercare di comprendere se le operazioni di M&A abbiano un effetto diverso sulle piccole e medie imprese rispetto alle grandi multinazionali, analizzando l'impatto sia sulle acquirenti sia sulle acquisite.

Ad esempio, si potrebbe capire se la reazione del mercato è più significativa se l'acquisita è una piccola azienda e l'acquirente è una grande azienda rispetto alla situazione in cui entrambe sono grandi o di piccole e medie dimensioni.

Inoltre, se si espandesse l'analisi su scala globale si potrebbe indagare sull'esistenza di paesi in cui l'M&A viene percepita diversamente rispetto ad altri, o in cui una tipologia viene percepita diversamente rispetto alle altre. Si potrebbe anche capire se le imprese di una nazione, acquisendo o fondendosi con un'impresa di un'altra nazione, offrano rendimenti diversi rispetto alle fusioni tra imprese della stessa nazionalità (come fatto nell'analisi della tesi sul campione italiano) o se esista una combinazione di nazionalità dell'azienda acquirente e dell'acquisita che offra rendimenti maggiori o minori. L'approfondimento dei temi menzionati potrebbe fornire una visione articolata e completa dell'impatto delle M&A sui rendimenti dei prezzi dei titoli azionari.

Conclusioni

Le evidenze emerse dall'analisi dei rendimenti anomali cumulati delle diverse tipologie di fusioni e acquisizioni offrono spunti di riflessione rilevanti, che contribuiscono a spiegare le dinamiche che orientano il mercato M&A italiano. I risultati rivelano che le aziende coinvolte in operazioni di M&A orizzontali generano rendimenti anomali più elevati rispetto alle aziende che partecipano a fusioni o acquisizioni verticali e conglomerate. La differenza tra le reazioni alle diverse tipologie, che è osservabile soprattutto concentrando lo studio sulle aziende acquisite, può essere attribuita alla capacità delle fusioni orizzontali di creare sinergie più evidenti e riconoscibili. Ciò si traduce in un apprezzamento tempestivo da parte degli investitori, che sembrano riporre fiducia in questo tipo di operazioni, confidando che l'integrazione e il raggiungimento di sinergie, data l'appartenenza allo stesso settore e mercato delle due aziende, possano risultare più immediate e agevoli.

Inoltre, un'altra evidenza che merita di essere menzionata è la differenza tra i rendimenti delle aziende acquisite e i rendimenti delle aziende acquirenti che partecipano a M&A. Infatti, il mercato sembra reagire prontamente in caso di aziende acquisite, ma risulta più diffidente quando si tratta di investire in un'azienda acquirente. Tale differenza può essere spiegata dalla diversa percezione del rischio da parte del mercato. Le aziende acquirenti per concludere l'operazione sono chiamate a sopportare un investimento significativo, che spesso include un premio per incentivare l'azienda target ad essere acquisita. Il mercato tende a considerare rischioso tale investimento, dal momento che il successo è legato a fattori, come il l'integrazione culturale, operativa e la realizzazione delle sinergie attese, che implicano un certo grado di incertezza che gli investitori tendono a valutare con prudenza.

Le aziende acquisite, d'altro canto, offrono rendimenti più elevati perché il mercato percepisce i benefici diretti e immediati dell'operazione. Il motivo principale per spiegare tale percezione risiede anche nella differenza di dimensioni, e spesso di esperienza, tra acquirente e acquisita. Solitamente le aziende vengono infatti acquisite da aziende di dimensioni maggiori, pertanto, l'operazione nella maggior parte dei casi garantisce all'azienda

acquisita l'accesso a nuove risorse e competenze. Inoltre, il premio pagato dall'azienda acquirente, che paga un prezzo superiore al valore di mercato dell'azienda target, si riflette immediatamente in un aumento del valore delle azioni dell'azienda acquisita.

L'ultimo risultato significativo emerso dall'analisi dei rendimenti anomali cumulati riguarda le M&A cross-border. I risultati dell'analisi riportano una differenza significativa tra i rendimenti di un'azienda italiana acquisita da un'azienda estera e un'azienda estera acquistata da un'azienda italiana. Questa evidenza è particolarmente rilevante perché sottolinea la diversa reazione del mercato estero alle M&A con acquirente italiana, rispetto alla reazione del mercato italiano quando l'acquirente è un'azienda estera. Tale differenza testimonia come i mercati esteri mostrino una certa diffidenza quando un'azienda italiana annuncia di voler realizzare un'operazione complessa come una fusione o un'acquisizione cross-border.

I motivi di tale diffidenza sono legati anche alle caratteristiche delle imprese italiane, che pur eccellendo in settori specifici, tendono ad essere di piccole e medie dimensioni, il che può inficiare le aspettative di successo di un'acquisizione o di una fusione promossa da un'azienda italiana, rispetto alle operazioni promosse da multinazionali di paesi esteri. Inoltre, anche in termini di accesso al capitale, le aziende italiane, rispetto alle controparti estere, hanno spesso più difficoltà ad accedere a fonti di finanziamento che consentano di intraprendere investimenti tali da realizzare con successo un'M&A in un mercato estero. Il settore finanziario italiano, tradizionalmente più dipendente dalle relazioni bancarie e meno orientato ai mercati dei capitali globali, può essere vincolante rispetto ai paesi in cui il mercato finanziario è più sviluppato. Anche la complessità burocratica e normativa del mercato italiano può essere un fattore che scoraggia le aziende a promuovere operazioni che richiedono capacità di gestione normativa e regolatoria non indifferenti.

Infine, ci sono anche degli aspetti culturali da considerare. Le aziende italiane, note per la gestione a conduzione familiare, potrebbero tendere ad assumere comportamenti più conservativi e meno orientati verso l'espansione in mercati internazionali. Tale aspetto, insieme agli altri fattori menzionati,

incentiva il mercato globale a considerare un livello di incertezza maggiore quando le M&A sono promosse da aziende italiane.

Da queste considerazioni emerge quindi la necessità di rafforzamento delle capacità finanziarie delle imprese italiane, che sono chiamate a migliorare la propria competitività internazionale. Risulta cruciale per l'industria italiana investire in crescita e innovazione, limitando la dipendenza da relazioni bancarie e promuovendo l'accesso ai mercati finanziari internazionali.

Il trattato di tesi quindi, oltre alle evidenze emerse nell'analisi delle tipologie di M&A, consente anche di rappresentare, grazie all'analisi delle reazioni agli annunci di M&A, le differenze e quindi le difficoltà del mercato italiano rispetto ai mercati internazionali. Tali risultati sono supportati anche da analisi quantitative, che consentono di conferire rilevanza alle evidenze emerse e di poter generalizzare i risultati, al netto delle limitazioni descritte in precedenza, all'intero mercato M&A italiano delle aziende quotate.

La tesi rappresenta quindi uno strumento utile per chi vuole investire nel mercato italiano. Approfondendo il comportamento del mercato e di conseguenza i rendimenti delle diverse tipologie e delle M&A cross-border, lo studio potrebbe guidare, e persino incentivare, investimenti nei titoli delle aziende italiane in seguito ad un annuncio di un'operazione di M&A.

I risultati emersi da questo studio non solo contribuiscono a colmare una lacuna nella letteratura, ma offrono spunti preziosi per studi futuri sul tema M&A. La tesi infatti potrebbe rappresentare il primo step di una serie di studi volti a spiegare il comportamento del mercato in base ad alcune variabili delle M&A, come le dimensioni, il settore e la nazionalità delle aziende coinvolte. Variabili che, estendendo il campione su scala globale, potrebbero fornire una comprensione completa dei movimenti del mercato globale delle M&A.

Il trattato di tesi, oltre ad offrire una base solida per intraprendere studi futuri, contribuendo quindi all'arricchimento della letteratura, fornisce al contempo implicazioni pratiche sull'attuale mercato M&A italiano, orientando strategie di investimento e decisioni future di imprese e, soprattutto, di investitori.

Bibliografia e Sitografia

Stennek, J., Gardiner, K., Campa, J., Brakman, S., & Garretsen, H. (2005). Mergers and Acquisitions. *Science*, 309, 1651 - 1651. https://doi.org/10.1007/978-0-387-34465-2_18.

Hossain, M. (2021). Merger & Acquisitions (M&As) as an important strategic vehicle in business: Thematic areas, research avenues & possible suggestions. *Journal of Economics and Business*. <https://doi.org/10.1016/J.JECONBUS.2021.106004>.

Diep, B.H., & Anh, T.T. (2020). Synergies in merger & acquisition: A case study of SMEs in Vietnam.

Harford, J. (2005). What drives merger waves. *Journal of Financial Economics*, 77, 529-560. <https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2004.05.004>.

Lamoreaux, N. (1980). Industrial Organization and Market Behavior: The Great Merger Movement in American Industry. *The Journal of Economic History*, 40, 169 - 171. <https://doi.org/10.1017/S002205070010470X>.

Eis, C. (1969). The 1919-1930 Merger Movement in American Industry. *The Journal of Law and Economics*, 12, 267 - 296. <https://doi.org/10.1086/466669>.

Gürtler, O., & Kräkel, M. (2009). Hostile takeover and costly merger control. *Public Choice*, 141, 371-389. <https://doi.org/10.1007/S11127-009-9457-4>.

Borsa Italiana. (n.d.). Leverage Buy-Out. Retrieved June 2, 2024, from <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/leveragebuyout.htm>

Stiebale, J. (2016). Cross-Border M&As and Innovative Activity of Acquiring and Target Firms. *Journal of International Economics*, 99, 1-15. <https://doi.org/10.1016/J.JINTECO.2015.12.005>.

KPMG. (2021). *Rapporto Mergers & Acquisitions 2020*. Retrieved from <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/it/pdf/2021/06/Rapporto-KPMG-MA-2020.pdf>

Institute for Mergers, Acquisitions, and Alliances. (n.d.). *Mergers & Acquisitions Statistics*. Retrieved June 5, 2024, from <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

KPMG. (2023). *Rapporto M&A 2022*. KPMG. Disponibile su https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/it/pdf/2023/07/KPMG_Rapporto%20MA2022_web.pdf?__hstc=160160738.dd61e797314f3b97d0702e66b83c80b6.1718127930893.1718127930893.1718127930893.1&__hssc=160160738.1.1718127930893&__hsfp=3284550513

EY. (2024, gennaio). *M&A in Italia nel 2023: quasi 60 miliardi di euro per oltre 1200 operazioni*. EY. Disponibile su https://www.ey.com/it_it/news/2024-press-releases/01/m-and-a-in-italia-nel-2023-quasi-60-miliardi-di-euro-per-oltre-1200-operazioni

PricewaterhouseCoopers. (2023). *Global M&A industry trends*. PwC. Retrieved June 11, 2024, from <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html>

WTW. (2024, April 3). *Global M&A endures headwinds with pick-up in first-quarter deal closures*. WTW. Retrieved June 11, 2024, from <https://www.wtwco.com/en-gh/news/2024/04/global-m-and-a-endures-headwinds-with-pick-up-in-first-quarter-deal-closures>

Teleborsa. (2024, March 1). *L'M&A rimbalza a inizio 2024. Dominano gli USA e i mega deal*. La Stampa. Retrieved June 11, 2024, from <https://finanza.lastampa.it/News/2024/03/01/lm-a-rimbalza-a-inizio-2024-dominano-gli-usa-e-i-mega-deal/MjE3XzIwMjQtMDMtMDFFVExC>

KPMG. (2024, 4 aprile). *Mercato M&A Italia: 1° Trimestre 2024*. KPMG Italia. <https://kpmg.com/it/it/home/media/press-releases/2024/04/mercato-m-a-italia--1--trimestre-2024.html>

Borsa Italiana. (n.d.). *Private equity*. Borsa Italiana. Retrieved June 11, 2024, from <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/private-equity.html>

Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *The Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121–146. <http://www.jstor.org/stable/27648297>

Fintalent.io. (2023). *The influence of private equity in mergers and acquisitions*. Retrieved June 15, 2024, from <https://fintalent.io/blog/ma-and-private-equity-the-influence-of-pe-in-merger-and-acquisitions/>

Rivista di Diritto Societario. (2017). *Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)*. Retrieved from <https://www.rivistadirittosocietario.com/Special-Purpose-Acquisition-Companies-SPAC>

Annunziata, M., & Conso, S. (2019). *Le SPAC in Italia: Sfide e opportunità di un nuovo veicolo di investimento*. Edizioni Egea.

Generali. (2021). *Sustainable M&A: the value of ESG*. Recuperato da [[https://www.generali.com/it/info/discovering-general/all/2021/Sustainable-M-and-A-the-value-of-ESG](https://www.generali.com/it/info/discovering-general/2021/Sustainable-M-and-A-the-value-of-ESG)]

Gordon, D. (2023, September 13). *M&A e ESG: cosa sta cambiando*. *ESG360*. Retrieved June 16, 2024, from <https://www.esg360.it/finance-esg/merger-and-acquisition-e-esg-cosa-sta-cambiando/>

KPMG. (2024). *Sustainability due diligence: Integrating ESG factors in mergers and acquisitions*. Recuperato da <https://kpmg.com/kpmg-us/content/dam/kpmg/pdf/2024/kpmg-sustainability-due-diligence.pdf>

Commercialista Telematico. (2024, February). *Nel 2024 l'intelligenza artificiale spinta a mergers & acquisitions*. Retrieved from <https://www.commercialistatelematico.com/articoli/2024/02/nel-2024-intelligenza-artificiale-spinta-a-mergers-acquisitions.html>

Bain & Company. (2024, January 31). *M&A in Italia: -12% nel 2023 con 8 operazioni su 10 realizzate da buyer stranieri. Ma brillano TLC e salute*. Retrieved from <https://www.bain.com/it/about-bain/media-center/press-releases/italy/20232/M-and-A-in-Italia-12-nel-2023-con-8-operazioni-su-10-realizzate-da-buyer-stranieri-Ma-brillano-TLC-e-salute/>

Rödl & Partner. (2022). *M&A vocabulary: Information memorandum*. Retrieved June 23, 2024, from <https://www.roedl.com/insights/ma-dialog/2022-03/ma-vocabulary-information-memorandum>

Corporate Finance Institute. (2023). *Non-binding offer*. Corporate Finance Institute. Retrieved June 24, 2024, from <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/non-binding-offer/>

Schindhelm. (2023). *Procedura di mergers & acquisition (M&A)*. Retrieved June 23, 2024, from <https://it.schindhelm.com/it/international/expertise/procedura-di-mergers-acquisition-ma>

Trainy. (2023). *M&A teaser example & information*. Retrieved June 23, 2024, from <https://www.trainy.co/en/blog/ma-teaser-example-informations>

Rödl & Partner. (2022). *M&A vocabulary: Information memorandum*. Retrieved June 23, 2024, from <https://www.roedl.com/insights/ma-dialog/2022-03/ma-vocabulary-information-memorandum>

Corporate Finance Institute. (2023). *Non-binding offer*. Corporate Finance Institute. Retrieved June 24, 2024, from <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/non-binding-offer/>

Rödl & Partner. (2022). *Due diligence nelle operazioni di mergers & acquisitions*. Retrieved June 23, 2024, from <https://www.roedl.it/it/temi/legal-newsletter/2-2022/due-diligence-operazioni-mergers-acquisitions>

Schindhelm. (2023). *Procedura di mergers & acquisition (M&A)*. Retrieved June 23, 2024, from <https://it.schindhelm.com/it/international/expertise/procedura-di-mergers-acquisition-ma>

Abarbanell, J. S., & Bushee, B. J. (1998). Fundamental analysis, future earnings, and stock prices. *The Accounting Review*, 73(1), 19-45. <https://www.jstor.org/stable/248341>

Salinger, M. (1992). Value Event Studies. *The Review of Economics and Statistics*, 74(4), 671–677. <https://doi.org/10.2307/2109381>

Timmermann, A. (2006). Estimation window. University of California, San Diego. Retrieved July 17, 2024, from https://rady.ucsd.edu/_files/faculty-research/timmermann/estimation-window.pdf

Tuch, C., & O'Sullivan, N. (2007). The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence. *International Journal of Management Reviews*, 9(2), 141-170. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2007.00206.x>

Lubatkin, M., & Shrieves, R. E. (1986). Towards Reconciliation of Market Performance Measures to Strategic Management Research. *The Academy of Management Review*, 11(3), 497–512. <https://doi.org/10.2307/258307>

Boone, Audra and Mulherin, J. Harold, Comparing Acquisitions and Divestitures (March 2000). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=218145> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.218145>

Liao, T. L., & Chen, Y. H. (2013). Do mergers and acquisitions create value? *International Journal of Business*, 18(1), 43-57. Recuperato da <https://ijb.cyut.edu.tw/var/file/10/1010/img/855/V143-4.pdf>

Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms.

Meckl, R., & Röhrle, F. (2016). Do M&A deals create or destroy value? A meta-analysis. *European Journal of Business and Economics*, 12(2), 34-57. <https://doi.org/10.12955/ejbe.v12i2.890>

Kothari, S. P., & Warner, J. B. (1997). Measuring long-horizon security price performance. *Journal of Financial Economics*, 43(3), 301-339. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00899-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00899-9)

Malatesta, P. H. (1983). The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 155-181.

Sudarsanam, S. (2003). *Creating value from mergers and acquisitions: The challenges*. FT Prentice Hall.

https://books.google.it/books?id=ycxPOp2UuUwC&printsec=frontcover&hl=it&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false

Caselli, S. (2009, January 30). *Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo*. Sistem Associati. Retrieved from <https://sistemassociati.it/wp-content/uploads/2009.01.30-Articolo-Le-operazioni-di-MA-come-strumento-di-vantaggio-competitivo.pdf>

Treccani. (2012). Integrazione. In *Dizionario di Economia e Finanza*. Retrieved from [https://www.treccani.it/enciclopedia/integrazione_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/integrazione_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

White, E. N. (1985). *The merger movement in American banking, 1895-1904*. *Journal of Economic History*, 45(2), 285-291. Retrieved from URL or DOI

Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39. <http://www.jstor.org/stable/2729691>

Pezzoli, A. (2023). The new season of vertical and conglomerate mergers. *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2023, 872. https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/oidldoc_o2023&div=45&id=&page=

United States v. AT&T Inc., 916 F.3d 1029 (D.C. Cir. 2019). <https://casetext.com/case/united-states-v-att-inc-2>

Wharton School. (2018, June 20). *The impact of the AT&T-Time Warner decision.*

Knowledge@Wharton. <https://knowledge.wharton.upenn.edu/podcast/knowledge-at-wharton-podcast/impact-att-time-warner-decision/>

Seth, A. (1990). Value Creation in Acquisitions: A Re-Examination of Performance Issues. *Strategic Management Journal*, 11(2), 99–115.
<http://www.jstor.org/stable/2486658>

Conti, S. (2016, ottobre 5). *Viaggio alla scoperta di SpaceX, i colonizzatori di Marte.* Starting Finance. <https://startingfinance.com/approfondimenti/viaggio-alla-scoperta-di-spacex-i-colonizzatori-di-marte/>

Sawler, J. (2005). Horizontal Alliances and the Merger Paradox. *Managerial and Decision Economics*, 26(4), 243–248.
<http://www.jstor.org/stable/25151372>

Gal-Or, E. (1988). The Informational Advantages or Disadvantages of Horizontal Mergers. *International Economic Review*, 29(4), 639–661.
<https://doi.org/10.2307/2526826>

DICKSON, V. A. (1986). EFFICIENCIES, MARKET POWER AND HORIZONTAL MERGER. *Review of Industrial Organization*, 3(1), 10–24.
<http://www.jstor.org/stable/41798231>

McAfee, R. P., & Williams, M. A. (1992). Horizontal Mergers and Antitrust Policy. *The Journal of Industrial Economics*, 40(2), 181–187.
<https://doi.org/10.2307/2950509>

European Commission. (2019, July 18). *Mergers: Commission clears Vodafone's acquisition of Liberty Global's cable business in Czechia, Germany, Hungary, and Romania, subject to conditions*. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_19_4349

Finanza Lastampa. (2021, luglio 26). *Assicurazioni, salta la maxi fusione tra Aon e Willis Towers Watson*. Finanza Lastampa. <https://finanza.lastampa.it/News/2021/07/26/assicurazioni-salta-la-maxi-fusione-tra-aon-e-willis-towers-watson/MTM1XzIwMjEtMDctMjZfVExC>

Goold, M., & Kathleen Luchs. (1993). Why Diversify? Four Decades of Management Thinking. *The Academy of Management Executive* (1993-2005), 7(3), 7–25. <http://www.jstor.org/stable/4165132>

Mueller, D. C. (1969). A Theory of Conglomerate Mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, 83(4), 643–659. <https://doi.org/10.2307/1885454>

Il Sole 24 Ore. (2017, giugno 16). *Amazon acquisisce i supermercati Whole Foods: l'accordo vale 13,7 miliardi*. Il Sole 24 Ore. <https://www.ilsole24ore.com/art/amazon-acquisisce-supermercati-whole-foods-l-accordo-vale-137-miliardi--AENHKwfB>

Jemison, D. B., & Sitkin, S. B. (2001). The merger of AOL and Time Warner: A case study. *ResearchGate*. https://www.researchgate.net/publication/291711379_The_merger_of_AOL_and_Time_Warner_A_case_study

WSP. (2020). *Mergers and acquisitions: A practical guide*. https://wsp-blog-images.s3.amazonaws.com/uploads/2020/11/04143748/WSP_MA_Ebook_V2.pdf

Peterson, P. P. (1989). Event Studies: A Review of Issues and Methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 28(3), 36–66. <http://www.jstor.org/stable/40472954>

Bernhardson, C. S. (1975). 375: Type I Error Rates When Multiple Comparison Procedures Follow a Significant F Test of ANOVA. *Biometrics*, 31(1), 229–232. <https://doi.org/10.2307/2529724>

Howell, D. C. (2011). *Statistics for psychology*. University of Texas at Austin. <https://labs.la.utexas.edu/gilden/files/2016/05/Statistics-Text.pdf>

Field, A. (2013). *Discovering statistics using IBM SPSS statistics* (5th ed.).

SAGE

Publications. <http://repo.darmajaya.ac.id/5678/1/Discovering%20Statistics%20Using%20IBM%20SPSS%20Statistics%20%28%20PDFDrive%20%29.pdf>

TrueNumbers. (2023). *Rating Italia*. TrueNumbers. <https://www.truenumbers.it/rating-italia/>

Green, J. R. (1979). Modified Wilcoxon Test for two Different Distributions. *Biometrika*, 66(3), 645–653. <https://doi.org/10.2307/2335187>

DiCiccio, T. J., & Efron, B. (1996). Bootstrap Confidence Intervals. *Statistical Science*, 11(3), 189–212. <http://www.jstor.org/stable/2246110>

Treccani. (2012). Distribuzione gaussiana. In *Dizionario di economia e finanza*. Treccani. Retrieved September 13, 2024, from https://www.treccani.it/enciclopedia/distribuzione-gaussiana_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

European Commission. (2023). *The future of European competitiveness: A competitiveness strategy for Europe*. https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en?filename=The%20future%20of%20European%20competitiveness%20_%20A%20competitiveness%20strategy%20for%20Europe.pdf