

Politica monetaria e investimenti d'impresa: impatto per l'attività di M&A, Private Equity e Venture Capital

Prof. Lorenzo Carbonari

RELATORE

Valerio Naciti - 294921

CANDIDATO

Indice

Abstract.....	3
Introduzione.....	4
Capitolo 1: Politica monetaria, meccanismi di trasmissione e determinanti dell'investimento	6
1.1 Obiettivi e limiti della politica monetaria.....	6
1.1.1 Obiettivi.....	6
1.1.2 Cosa la politica monetaria non può fare	6
1.1.3 Cosa la politica monetaria può fare	8
1.2 I canali di trasmissione della politica monetaria	8
1.2.1 Canale del tasso di interesse	8
1.2.2 Canale del tasso di cambio	9
1.2.3 Effetto del prezzo di altri <i>asset</i>	9
1.2.4 Canale del credito	10
1.3 Politica monetaria e decisioni di investimento delle imprese	11
Capitolo 2: Politica monetaria e influenza delle condizioni macroeconomiche nell'attività di M&A	15
2.1 Il tasso di interesse come determinante per l'attività di M&A	15
2.1.1 Le operazioni di M&A	15
2.1.2 Metodi di pagamento delle operazioni	16
2.1.3 L'ambiente di investimento	16
2.1.4 Tasso di interesse e costo delle operazioni di M&A.....	17
2.1.5 Tasso di interesse e deviazione dal tasso naturale di interesse	17
2.1.6 Influenza del tasso di interesse sulla performance post-operazione.....	18
2.1.7 Impatto del tasso di interesse sul metodo di pagamento e su fusioni conglomerate e non	19
2.2 Altre determinanti macroeconomiche dell'attività di M&A	19
2.2.1 Prodotto Interno Lordo	21
2.2.2 Inflazione	21
2.2.3 Tasso di cambio	23
2.2.4 Mercato azionario	26
2.2.5 Liquidità come filo conduttore	27
2.3 Variabili macroeconomiche e differenze nell'attività di M&A tra G7 e BRICS ..	28
2.3.1 Tasso di interesse	28
2.3.2 Prodotto Interno Lordo	28
2.3.3 Inflazione	29
2.4 Incertezza della politica monetaria e operazioni di M&A.....	29
2.5 Onde e ciclicità dell'attività di M&A.....	32
Capitolo 3: Politica monetaria e condizioni macroeconomiche nei fondi di Private Equity e Venture Capital.....	37
3.1 Private Equity e variabili macroeconomiche	37
3.1.1 Fondi di <i>Private Equity</i> : cosa sono e cosa fanno.....	37
3.1.2 Politica monetaria e fondi di <i>Private Equity</i>	37
3.1.3 Prodotto Interno Lordo	40
3.1.4 Inflazione	40
3.1.5 Tasso di cambio	41

3.2 L'attività dei fondi di <i>Private Equity</i> durante periodi di crisi economica	41
3.2.1 Effetti della crisi sui fondi di <i>Private Equity</i>	41
3.2.2 Effetti della crisi su aziende in portafoglio dei fondi di <i>Private Equity</i>	41
3.3 L'impatto del <i>Quantitative Easing</i> sui fondi di <i>Private Equity</i>	42
3.3.1 Contesto d'intervento del <i>Quantitative Easing</i>	42
3.3.2 Canali di trasmissione del <i>Quantitative Easing</i>	43
3.3.3 Impatto del <i>Quantitative Easing</i> sui fondi di <i>Private Equity</i>	44
3.4 Impatto della politica monetaria sui fondi di <i>Venture Capital</i>	45
3.4.1 Cos'è un fondo di <i>Venture Capital</i>	45
3.4.2 L'impatto della politica monetaria sui fondi di <i>Venture Capital</i>	45
<i>Capitolo 4: Attività di M&A in presenza di tassi bassi o negativi: l'anomalia del Giappone</i>	48
4.1 Gli strumenti convenzionali della politica monetaria della Banca del Giappone	48
4.1.1 Il tasso di sconto e la <i>window guidance</i>	48
4.1.2 Il tasso <i>overnight</i> non collateralizzato come obiettivo operativo	49
4.2 Le politiche non convenzionali della Banca del Giappone	50
4.2.1 Contesto e tipologia degli strumenti	50
4.2.2 La Zero Interest Rate Policy e il <i>Quantitative Easing</i> giapponese	51
4.2.3 Il <i>Quantitative</i> e <i>Qualitative Easing</i> e gli strumenti successivi	52
4.2.4 Efficacia degli strumenti non convenzionali	53
4.3 L'attività di M&A in Giappone e il ruolo delle variabili economiche	55
4.3.1 Il contesto storico e istituzionale del mercato M&A giapponese	55
4.3.2 I determinanti delle operazioni di M&A in Giappone: shock reali e fattori finanziari	56
4.3.3 Il ruolo del tasso di interesse e delle condizioni di politica monetaria	57
4.3.4 Il ruolo delle altre variabili macroeconomiche	59
4.3.5 Le caratteristiche delle imprese acquirenti e <i>target</i> nel mercato giapponese	61
<i>Conclusione</i>	62
<i>Bibliografia</i>	65
<i>Sitografia</i>	71

Abstract

La presente tesi analizza l'influenza della politica monetaria e delle condizioni macroeconomiche sull'attività di *Mergers & Acquisitions* (M&A), con particolare attenzione al ruolo dei fondi di *Private Equity* e *Venture Capital* e al caso peculiare del Giappone. L'obiettivo è indagare come le decisioni delle autorità monetarie, attraverso i canali di trasmissione, influenzino le scelte di investimento delle imprese e dei veicoli di investimento.

Il primo capitolo presenta il quadro teorico di riferimento, analizzando gli obiettivi e i limiti della politica monetaria secondo l'impostazione di Friedman, i canali di trasmissione individuati da Mishkin e gli effetti delle decisioni di politica monetaria sulle scelte di investimento delle imprese.

Il secondo capitolo approfondisce il legame tra variabili macroeconomiche e l'attività di M&A, analizzando il ruolo del tasso di interesse, del Prodotto Interno Lordo (PIL), dell'inflazione, del tasso di cambio e del mercato azionario, con un confronto tra economie sviluppate ed emergenti. Inoltre, segue un'analisi sugli effetti dell'incertezza della politica monetaria sulle operazioni di M&A e uno studio sulla ciclicità delle operazioni di fusione e acquisizione.

Il terzo capitolo è dedicato all'attività dei fondi di *Private Equity* e *Venture Capital*, esaminando l'impatto delle variabili macroeconomiche, il comportamento dei fondi durante le crisi economiche e l'influenza degli strumenti non convenzionali di politica monetaria come il *Quantitative Easing* (QE).

Il quarto capitolo affronta il caso del Giappone, analizzando gli strumenti convenzionali e non convenzionali della Banca del Giappone e il ruolo delle variabili macroeconomiche nell'attività di M&A in un'economia caratterizzata da decenni di tassi di interesse vicini allo zero.

Introduzione

Le operazioni di *Mergers & Acquisitions* (M&A) rappresentano una delle forme di investimento più rilevanti per le imprese, costituendo uno strumento di crescita esterna, espansione geografica, diversificazione del rischio e ristrutturazione strategica. Tuttavia, la decisione di intraprendere un'operazione di fusione o acquisizione non avviene in un contesto isolato, bensì è il risultato di una complessa interazione tra fattori interni all'impresa e variabili esterne, come le condizioni macroeconomiche e la politica monetaria.

La politica monetaria, intesa come l'insieme delle decisioni assunte dalle autorità monetarie con l'obiettivo principale della stabilità dei prezzi, esercita la propria influenza sull'economia attraverso una pluralità di canali di trasmissione. I cambiamenti del tasso di interesse, del tasso di cambio, del prezzo degli *asset* e delle condizioni di credito si riflettono sulle scelte di investimento delle imprese, sul costo del capitale, sulle disponibilità di finanziamento e sulle valutazioni degli *assets*. In questo contesto, le operazioni di M&A risultano particolarmente sensibili alle condizioni di politica monetaria, sia per via del frequente ricorso al debito come fonte di finanziamento, sia per l'impatto delle variabili macroeconomiche sulle valutazioni delle imprese *target* e sulle sinergie attese.

Accanto al tasso di interesse, altre variabili macroeconomiche concorrono a definire il contesto in cui maturano le decisioni di M&A. Il Prodotto Interno Lordo (PIL), l'inflazione, il tasso di cambio e l'andamento del mercato azionario sono fattori che contribuiscono a spiegare l'andamento delle operazioni di fusione e acquisizione. La letteratura accademica ha inoltre evidenziato come l'attività di M&A tenda a muoversi in maniera ciclica, con fasi di intensa attività (*merger waves*) alternate a periodi di rallentamento.

Un ruolo specifico nel panorama del mercato dei capitali è svolto dai fondi di *Private Equity* e *Venture Capital*, veicoli di investimento che si differenziano per il tipo di imprese *target* e per le modalità di investimento. I primi, attivi soprattutto in operazioni caratterizzate da un'elevata componente di debito (LBO), presentano una sensibilità

particolare alle condizioni di politica monetaria; i secondi, orientati al finanziamento di imprese in fase di *start up*, mostrano dinamiche di raccolta di capitali particolarmente influenzate dai tassi di interesse.

Un caso interessante per lo studio delle dinamiche presentate è rappresentato dal Giappone. L'economia giapponese, a partire dalla seconda metà degli anni 90 del '900, è stata caratterizzata da un contesto di tassi di interesse prossimi al limite inferiore zero, da una lunga fase di stagnazione economica e dal ricorso sistematico a strumenti di politica monetaria non convenzionale da parte della Banca del Giappone. Il mercato delle fusioni e acquisizioni giapponese, storicamente poco sviluppato, ha attraversato una profonda trasformazione negli ultimi decenni in un contesto anomalo rispetto alle altre principali economie sviluppate.

Capitolo 1: Politica monetaria, meccanismi di trasmissione e determinanti dell'investimento

1.1 Obiettivi e limiti della politica monetaria

1.1.1 Obiettivi

La politica monetaria veniva paragonata a una corda: si credeva fosse possibile tirarla per contenere l'inflazione, ma non allentarla per fermare la recessione (Friedman, 1968, p. 1). Friedman (1968, pp. 1-5) sosteneva che la politica monetaria ha come principali obiettivi mantenere alta l'occupazione, la stabilità dei prezzi e una crescita rapida, mentre la prevenzione dell'inflazione è un obiettivo secondario. La Banca Centrale Europea (2026) dichiara che il suo compito è quello di mantenere la stabilità dei prezzi e che è il massimo che la politica monetaria può fare a favore della crescita economica e dell'occupazione. Durante il suo discorso a Washington D. C. del 1996, Yellen (1996) definisce la stabilità dei prezzi come il primo obiettivo di lungo termine della *Federal Reserve*, mentre identifica la stabilizzazione dell'*output* e dell'occupazione come il secondo obiettivo della *Federal Reserve*.

1.1.2 Cosa la politica monetaria non può fare

Secondo Milton Friedman (1968, p. 5), la politica monetaria ha due limiti principali: non può fissare il tasso di interesse per periodi prolungati e non può fissare il tasso di disoccupazione per periodi lunghi.

Riguardo al primo limite, ipotizziamo che la banca centrale voglia tenere basso il tasso di interesse; tenterà di farlo comprando titoli (Friedman, 1968, p. 6). Ciò comporta un aumento del prezzo dei titoli comprati e un abbassamento del loro rendimento; aumentano poi sia la quantità di riserve disponibili alle banche sia la quantità di moneta in circolazione (Friedman, 1968, p. 6). Un aumento rapido della crescita della quantità di moneta andrà a stimolare la spesa, ma la spesa di uno è l'entrata di qualcun altro (Friedman, 1968, p. 6). L'aumento delle entrate porta a un aumento della preferenza per la liquidità, della domanda di prestiti e dei prezzi; quest'ultimo porterà alla riduzione della quantità reale di moneta (Friedman, 1968, p. 6). I precedenti effetti invertiranno la pressione al ribasso iniziale sui tassi di interesse (Friedman, 1968, p. 6). Inoltre, Milton Friedman (1968, p. 7) sostiene che un basso tasso di interesse mostra

che la politica monetaria è stata restrittiva, ovvero la quantità di moneta in circolazione è cresciuta lentamente, mentre un alto tasso di interesse mostra che la politica monetaria è stata espansiva, ovvero la quantità di moneta in circolazione è cresciuta velocemente. Pertanto, la politica monetaria può garantire bassi tassi di interesse muovendosi nell'apparente direzione opposta, ossia applicando una politica deflazionistica; analogamente può garantire alti tassi di interesse applicando una politica monetaria inflazionistica (Friedman, 1968, p. 7). Alla luce di queste considerazioni, è possibile affermare come la politica monetaria non sia in grado di fissare il tasso di interesse e come questo sia un indicatore fuorviante per capire se una politica monetaria sia restrittiva o espansiva (Friedman, 1968, p. 7).

Come anticipato, la politica monetaria non può fissare il tasso di disoccupazione (Friedman, 1968, p. 5). Un livello basso di disoccupazione indica un eccesso di domanda di lavoro, mentre un tasso di disoccupazione alto indica un eccesso di offerta di lavoro; il tasso naturale di disoccupazione è quello che si raggiunge in un sistema in equilibrio walrasiano, il quale è differente dal tasso di disoccupazione di mercato (Friedman, 1968, p. 8). Secondo Friedman (1968, pp. 9-10), se la politica monetaria ha come obiettivo quello di fissare il tasso di disoccupazione al di sotto di quello naturale, andrà ad aumentare la quantità di moneta. In questo modo, le persone hanno più liquidità portando a un aumento di consumi e investimenti; la produzione e l'occupazione crescono (Friedman, 1968, p. 10). In una seconda fase, i lavoratori si accorgono che i prezzi stanno salendo e che il loro salario reale è diminuito per cui chiedono salari nominali più alti alle imprese (Friedman, 1968, p. 10). A questo punto, i salari salgono ma i salari reali tornano al livello iniziale, l'incentivo ad assumere viene meno e la disoccupazione risale al suo livello naturale (Friedman, 1968, p. 10). Se la banca centrale volesse mantenere il tasso di disoccupazione sotto al livello naturale, dovrebbe aumentare la crescita monetaria ancora; al contrario, se volesse mantenere il tasso di disoccupazione al di sopra di quello naturale, dovrebbe indurre una deflazione (Friedman, 1968, p. 10).

1.1.3 Cosa la politica monetaria può fare

“La moneta è soltanto una macchina, ma è una macchina straordinariamente efficiente. [...] Esiste pertanto, un compito positivo e importante dell'autorità monetaria che è suggerire miglioramenti alla macchina che ridurranno le possibilità di guasto e usare i propri poteri per far sì che la macchina lavori bene” (Friedman, 1968, pp. 12-13).

Inoltre, la politica monetaria ha il compito di assicurare uno scenario economico stabile, ovvero mantenere la macchina oliata; questo perché il nostro sistema economico funziona meglio se produttori, consumatori, lavoratori e datori di lavoro hanno aspettative, preferibilmente alte e stabili, sul livello dei prezzi in futuro (Friedman, 1968, p. 13). Diversi fattori possono creare disturbi nel sistema economico ed è compito dell'autorità monetaria, tramite la politica monetaria, compensare tali disturbi (Friedman, 1968, p. 14).

1.2 I canali di trasmissione della politica monetaria

I canali di trasmissione della politica monetaria sono le modalità grazie a cui i cambiamenti della quantità di moneta hanno effetti sui livelli di produzione e prezzi (Carbonari, 2014, p. 25). I canali identificati da Mishkin (1995, pp. 4-7) sono quattro: tasso di interesse, tasso di cambio, effetto del prezzo di altri *asset*, canale del credito.

1.2.1 Canale del tasso di interesse

L'autorità monetaria può aumentare o abbassare il tasso nominale di interesse; l'aumento o l'abbassamento producono effetti differenti su investimenti e consumi.

Un aumento del tasso di interesse nominale a breve termine comporta un innalzamento del tasso di interesse nominale a lungo termine; se i prezzi sono lenti ad aggiustarsi, ciò comporta un aumento del tasso di interesse reale (Ireland, 2005, p. 3). Secondo Ireland (2005, p. 3), il costo di prendere a prestito moneta si alza per le imprese e per le famiglie, comportando rispettivamente una riduzione di investimenti e consumi. Al contrario, un aumento della quantità di moneta porta una riduzione del tasso di interesse ufficiale che porta a una riduzione del tasso di interesse interbancario; l'eccesso di liquidità viene usato per comprare *asset* finanziari e per fornire credito al settore privato (Carbonari, 2014, pp. 25-26). Un aumento della domanda di titoli fa aumentare il loro prezzo e quindi una riduzione del tasso nominale di interesse; se le

aspettative di inflazione sono costanti, si determina una diminuzione del tasso di interesse reale e ciò porta a un aumento di investimenti e consumi (Carbonari, 2014, pp. 25-26).

1.2.2 Canale del tasso di cambio

L'autorità monetaria, alzando o abbassando il tasso di interesse, può influenzare il tasso di cambio. Un abbassamento del tasso di cambio aumenta l'export (Fang, 2006, p. 624).

L'aumento della quantità di moneta porta a una riduzione del tasso di interesse nominale; questo porta a una differenza negativa tra il tasso di interesse domestico e estero e una diminuzione del cambio nominale a causa dell'aumento congiunto della domanda di valuta estera e dell'offerta di valuta nazionale (Carbonari, 2014, p. 27). In altre parole, le unità di valuta nazionale per comprare un'unità della valuta estera sono aumentate e pertanto si evidenzia un deprezzamento della moneta. Nel caso in cui i prezzi siano costanti, il deprezzamento registrato è reale e ha un effetto positivo sulla bilancia dei pagamenti dato l'aumento delle esportazioni nette (Carbonari, 2014, p. 27). Di converso, quando il tasso reale di interesse domestico aumenta, i depositi in valuta nazionale diventano più appetibili rispetto a quelli in valuta estera; questo porta a un apprezzamento della valuta nazionale, per cui i beni domestici sono più costosi di quelli esteri e il risultato è una diminuzione delle esportazioni nette (Mishkin, 2005, p. 5).

1.2.3 Effetto del prezzo di altri *asset*

Per analizzare questo canale è necessario introdurre il concetto della q di Tobin. Tobin (1969, p. 21) definisce la q come il rapporto tra il valore del capitale proprio (*equity*) e il suo costo di sostituzione. Se la q di Tobin di un'impresa è elevato, il suo valore di mercato è alto rispetto al costo di sostituzione del capitale; ciò significa che per l'impresa acquisire nuovo capitale fisico è più economico rispetto al capitale proprio (Mishkin, 2005, p. 6). Pertanto, l'impresa aumenterà i propri investimenti perché, emettendo anche una bassa quota di *equity*, può effettuare una grande quantità di investimenti (Mishkin, 2005, p. 6). D'altro canto, Mishkin (2005, p. 6) sostiene che se la q di un'impresa è bassa, quest'ultima non potrà effettuare nuovi investimenti perché

il costo di sostituzione del capitale è troppo elevato rispetto al suo *equity*; in questo scenario, se l'impresa volesse acquisire nuovo capitale, potrebbe comprare un'altra impresa e acquisire capitale obsoleto. In altre parole, se un'impresa con un valore di q basso volesse investire in nuovo capitale, potrebbe comprare un'altra impresa andando ad effettuare un'operazione di Mergers & Acquisitions (M&A). Tuttavia, l'interpretazione di Mishkin (2005) è in antitesi con quella di Rousseau (2002, pp. 198-204), secondo cui imprese con una q di Tobin più alta tendono ad effettuare più transazioni di M&A, spesso fondendosi o acquisendo imprese con q di Tobin più bassa.

Se l'autorità monetaria scegliesse di aumentare il tasso di interesse nominale di breve termine, le obbligazioni diventerebbero più attraenti rispetto all'*equity* per gli investitori spingendo il prezzo di quest'ultimo a ribasso; i valori delle q delle imprese tendono a scendere e gli investimenti diventano più costosi in relazione al valore del loro *equity* (Ireland, 2005, p. 4). In questo scenario, l'occupazione e la produzione decrescono (Ireland, 2005, p. 4).

Inoltre, il prezzo degli *asset* ha un effetto sui consumi degli individui. Per analizzare gli effetti sui consumi, bisogna notare che gran parte della ricchezza finanziaria è data dalle azioni (Mishkin, 2005, p. 6). Come anticipato, una politica monetaria restrittiva porta a una diminuzione del prezzo delle azioni (prezzo dell'*equity*) e pertanto anche della ricchezza finanziaria, comportando una riduzione dei consumi (Mishkin, 2005, p. 6).

1.2.4 Canale del credito

Le banche svolgono un ruolo centrale nel sistema finanziario, soprattutto per quanto concerne il canale dei prestiti. Una politica monetaria restrittiva impatta negativamente le riserve delle banche e i depositi; ciò ha influenza sui debitori (Mishkin, 2005, p. 7). L'effetto che si ha è una diminuzione degli investimenti e di conseguenza dell'*output* dell'economia (Mishkin, 2005, p. 7).

Inoltre, l'autorità monetaria può influenzare lo stato patrimoniale delle imprese: una politica monetaria restrittiva, che comporta un abbassamento del prezzo dell'*equity*, diminuisce la ricchezza delle imprese; pertanto, gli investimenti e l'*output* decrescono

anche grazie a un aumento di selezione avversa e *moral hazard* (Mishkin, 2005, p. 8). In aggiunta, una politica monetaria restrittiva comporta una riduzione dei cash flow delle imprese, la selezione avversa e il *moral hazard* aumentano, i prestiti diminuiscono e pertanto anche gli investimenti e l'*output* (Mishkin, 2005, p. 8).

Di converso, una politica monetaria espansiva rende le banche più liquide, andando ad alzare le loro riserve (Carbonari, 2014, p. 26). La maggiore liquidità delle banche viene investita nel fornire credito al settore privato; questo porta a un aumento degli investimenti delle imprese e dei consumi delle famiglie (Carbonari, 2014, p. 27).

1.3 Politica monetaria e decisioni di investimento delle imprese

I canali tramite i quali la politica monetaria influenza le decisioni di investimento sono il tasso di interesse e il canale del credito (Kwon et al., 2019, pp. 2-3). L'influenza del tasso di interesse sugli investimenti delle imprese è confermata anche da Mojon et al. (2002, p. 2126) in quanto affermano che “cambiamenti nel livello del tasso di interesse hanno un impatto sugli investimenti delle imprese attraverso il costo del capitale”.

In aggiunta, Bernanke e Gertler (1995, p. 36), sostengono che la politica monetaria influenza gli investimenti delle imprese anche tramite la loro posizione finanziaria, rendendole più o meno deboli; tale posizione si misura con il *coverage ratio*, ovvero il rapporto tra gli interessi pagati e la somma tra interessi pagati e profitto. Gli effetti diretti e indiretti della politica monetaria sulla posizione finanziaria delle imprese fa muovere il *coverage ratio*: una politica monetaria restrittiva porta a un aumento degli interessi pagati e una riduzione dei profitti (Bernanke e Gertler, 1995, p. 37). Bernanke e Gertler (1995, p. 37) mostrano che esiste una correlazione positiva tra il tasso di interesse e il *coverage ratio*: un aumento del tasso di interesse incrementa il *coverage ratio* e pertanto rende la posizione finanziaria delle imprese più debole. Inoltre, Bernanke et al. (1999) sostengono che, per via della teoria dell'acceleratore finanziario, le imprese con uno stato patrimoniale più debole reagiscono in maggior misura ai cambiamenti di politica monetaria rispetto a imprese con situazioni patrimoniali più forti.

Bernanke e Gertler (1995, p. 33) mostrano come, in seguito a una politica monetaria restrittiva, gli investimenti in capitale fisso delle imprese diminuiscono, ma ciò avviene dopo un periodo che varia da sei a nove mesi dopo la stretta monetaria. Tale evidenza è coerente con quanto affermato da Friedman (1968, p. 16), secondo cui gli effetti delle azioni dell'autorità monetaria inizieranno a mostrarsi dopo sei, nove, dodici o quindici mesi. Il passaggio da una politica monetaria restrittiva a una politica monetaria espansiva fa sì che il costo del capitale delle imprese si abbassa e il credito bancario aumenta; pertanto, sarà più semplice per le imprese ricevere denaro a prestito e ci sarà più possibilità per investire (Kwon et al., 2019, p. 5). Al contrario, un passaggio da una politica monetaria espansiva a una restrittiva porta a un aumento del costo del capitale e una riduzione del credito bancario; pertanto, sarà più complesso per le imprese ricevere credito e ci sarà meno possibilità per investire (Kwon et al., 2019, p. 5).

Secondo Gaiotti e Generale (2001, pp. 22-24) le piccole imprese hanno uno stato patrimoniale più debole rispetto alle grandi imprese per via della maggiore esposizione ai vincoli di liquidità e alle asimmetrie informative; ciò le rende più sensibili agli effetti di una politica monetaria restrittiva. Inoltre, anche le imprese che possiedono molti *asset* intangibili sono più sensibili a cambiamenti di politica monetaria, in quanto tali *asset* sono difficili da valutare e non possono essere usati come collaterali (Gaiotti e Generale, 2001, p. 22). Al contrario di quanto affermato da Gaiotti e Generale (2001), Mojon et al. (2002, p. 2126) sostengono che non ci sia alcuna evidenza riguardo a una reazione più marcata del costo del capitale per le piccole imprese rispetto alle grandi.

Tuttavia, Cloyne et al. (2023, p. 2602) hanno evidenziato come le imprese più giovani (con meno di 15 anni di attività) tendono a essere più piccole, avere meno indebitamento, pagare meno dividendi e accumulare più *cash*. Cloyne et al. (2023) hanno condotto un'analisi che analizza come gli effetti della politica monetaria variano in base all'età dell'impresa (più o meno giovane di quindici anni) e se ha pagato dividendi prima dello *shock* di politica monetaria; l'analisi utilizza il comportamento di una funzione di risposta per gli investimenti dopo un incremento del tasso di

interesse di 25 *basis points*. Le evidenze principali sono tre (Cloyne et al., 2023, pp. 2063-2064):

- l'effetto nei primi quadrimestri è irrisorio, ma il picco per le imprese più giovani che non pagano dividendi è un terzo più basso di quello delle imprese giovani che pagano dividendi;
- le imprese più giovani (meno di quindici anni di attività) che non pagano dividendi hanno una risposta più evidente rispetto alle imprese con più di quindici anni di vita che pagano dividendi;
- le imprese esistenti da più di quindici anni che pagano dividendi registrano un aggiustamento degli investimenti in capitale, in risposta alla politica monetaria, più basso rispetto alle altre.

In sintesi, essere un'impresa piccola e non pagare dividendi sono fattori che preannunciano una grande sensibilità a cambiamenti di politica monetaria (Cloyne et al., 2023, 2605).

Cloyne et al. (2023) hanno condotto un'altra analisi, la quale prende sotto esame piccole imprese, imprese con poco indebitamento e imprese con alta liquidità. Questi tre gruppi vengono tutti divisi in giovani imprese che non pagano dividendi o imprese con più di quindici anni di attività che pagano dividendi. La funzione di risposta per gli investimenti a seguito dell'aumento di 25 *basis points* mostra che in tutti e tre i gruppi, le imprese che aggiustano maggiormente i loro investimenti in capitale a seguito della stretta monetaria sono quelle giovani che non pagano dividendi (Cloyne et al., 2023, pp. 2606-2608). Inoltre, secondo gli studi di Cloyne et al. (2023, pp. 2610-2611), dopo una stretta monetaria, le imprese più giovani che non pagano dividendi registrano una diminuzione dei soldi presi a prestito; le imprese operative da più di quindici anni che pagano dividendi non subiscono effetti significativi dal punto di vista dei prestiti. D'altro canto, dal punto di vista dei *collaterals*, i loro valori diminuiscono per tutte le imprese a seguito di una politica monetaria restrittiva (Cloyne et al., 2023, p. 2611).

Un'analisi della Banca Centrale Europea condotta da Ferrando et al. (2025), evidenzia come una politica monetaria espansiva può far allentare i *constraints* (vincoli) e quindi

aumentare gli investimenti. In questo modo, le imprese beneficiano di maggiori opportunità di investimento grazie a un agevole accesso al credito; ciò è reso possibile sia da una maggiore disponibilità di prestiti da parte delle banche ma anche da un aumento dei valori dei *collaterals*, i quali incrementano la capacità delle imprese di chiedere a prestito denaro (Ferrando et al., 2025, p. 40). Tuttavia, imprese che hanno di per sé condizioni finanziarie favorevoli hanno reazioni contenute a cambiamenti di politica monetaria in quanto, anche in presenza di agevolazioni monetarie, non cambierebbero le loro scelte di investimento (Ferrando et al., 2025, p.41).

Infine, l'analisi condotta da Ferrando et al. (2025) evidenzia che la politica monetaria ha maggiori effetti quando i fondamentali dell'economia sono solidi mentre, qualora fossero deboli, gli sforzi dell'autorità monetaria per stimolare gli investimenti potrebbero andare incontro a limitazioni. I miglioramenti delle condizioni finanziarie mediante il canale del credito, per mezzo di una politica monetaria espansiva, possono stimolare l'attività di investimento (Ferrando, 2025, p. 42).

Capitolo 2: Politica monetaria e influenza delle condizioni macroeconomiche nell'attività di M&A

2.1 Il tasso di interesse come determinante per l'attività di M&A

2.1.1 Le operazioni di M&A

Le operazioni di *Mergers* (fusioni) and *Acquisitions* (acquisizioni) (M&A) sono una forma di investimento rilevante per le imprese, in quanto rappresentano un'opportunità di espansione e crescita per l'impresa che sceglie di intraprendere un'operazione di questo tipo. Le operazioni di M&A prevedono la combinazione di due o più imprese in un'impresa già esistente o una nuova; la differenza tra una *merger* e un *acquisition* è il modo in cui le due imprese si combinano tra loro (Roberts et al., 2010, pp. 2-3). L'*acquisition* consiste nell'acquisto di un'impresa da parte di un'altra impresa o di un fondo d'investimento, mentre una *merger* si sostanzia nella creazione di una nuova impresa quale risultante della fusione tra due o più imprese, oppure nell'incorporazione di una o più imprese da parte di un'altra. Gli economisti distinguono tra tre tipologie di fusioni (Beckett, 1986, p. 14):

- fusioni orizzontali, le quali prevedono l'unione di più imprese che vendono lo stesso prodotto;
- fusioni verticali, le quali consistono nell'unione tra un fornitore e un suo cliente;
- fusioni conglomerate, ovvero unioni tra imprese che non rientrano nelle due categorie di cui sopra.

Al fine di studiare l'effetto delle variabili macroeconomiche sull'attività di M&A, è necessario distinguere tra:

- M&A domestico: vede coinvolte impresa acquirente e impresa acquisita (*target*) appartenenti allo stesso paese (Kumar et al., 2023, p. 2);
- M&A transfrontaliero: vede coinvolte impresa acquirente e impresa *target* appartenenti a due paesi differenti (Kumar et al., 2023, p.2). Inoltre, è necessario distinguere due differenti tipologie di M&A transfrontaliero (Kumar et al., 2023, p. 2):

- M&A transfrontaliero in entrata: l'impresa acquirente proviene da un altro paese, mentre la *target* appartiene al paese domestico. Tali operazioni portano un afflusso di capitali nell'economia nazionale.
- M&A transfrontaliero in uscita: l'impresa acquirente appartiene al paese domestico, mentre l'impresa *target* proviene da un altro paese. Tali operazioni comportano un flusso di capitali in uscita dall'economia nazionale a favore di economie estere.

Tali operazioni di fusione e acquisizione spesso creano delle sinergie, ovvero dei benefici in termini di costo o di ricavo che possono essere ottenuti soltanto a seguito dell'unione, sia per acquisizione o per fusione, di più imprese. Peraltro, le sinergie sono dipendenti dallo stato generale dell'economia, il quale è influenzato dalla politica monetaria (Adra et al., 2019, p. 2).

2.1.2 Metodi di pagamento delle operazioni

Le imprese acquistate o oggetto di fusione vengono pagate in *cash*, debito, capitale o una loro combinazione (Beckett, 1986, p. 15). Tuttavia, l'approccio più utilizzato è quello del pagamento in *cash* di tutte le azioni in circolazione; anche le acquisizioni più grandi avvengono con questo metodo nella forma di leverage buyout, ovvero una forma di acquisizione che prevede un gruppo di investitori indebitarsi per ottenere il denaro necessario per acquistare l'impresa (Beckett, 1986, p. 15). Un gran numero di operazioni è finanziato con debito e per questo, quando il tasso di interesse aumenta, il costo di finanziarsi aumenta e, in particolare, l'attività di fusioni è attesa in diminuzione (Beckett, 1986, p. 18).

2.1.3 L'ambiente di investimento

Secondo Choi e Jeon (2011, p. 243), il *Fed funds rate*, considerato come un indicatore della politica monetaria, e il rendimento delle obbligazioni americane a 10 anni, considerato come indicatore del mercato obbligazionario, mostrano una forte interrelazione; ciò indica che il mercato obbligazionario crea un ambiente di finanziamento favorevole affinché le imprese possano perseguire le operazioni di M&A: quando il mercato obbligazionario è favorevole, le imprese trovano più facile

finanziarsi per fare M&A. In sintesi, una diminuzione del *federal funds rate* rende l'ambiente di finanziamento per le operazioni di M&A favorevole, mentre un aumento del *federal funds rate* rende tale ambiente non favorevole (Adra, 2015, p. 461).

2.1.4 Tasso di interesse e costo delle operazioni di M&A

Il tasso di interesse misura la liquidità dell'offerta di moneta e influenza il finanziamento delle operazioni di M&A: teorie riguardo al mercato del credito evidenziano che le imprese prendono a prestito moneta per gli investimenti, per cui potersi finanziare a un costo più basso, mediante tassi di interesse più bassi, porta a un aumento dell'attività di M&A (Kumar et al., 2023, p.3). Al contrario, un aumento del tasso di interesse rende le operazioni di M&A più costose con conseguente calo degli annunci delle operazioni, aumento della probabilità di abbandono dei *deals* (accordi) e aumento delle difficoltà di finanziamento (Kumar et al., 2023, p. 3). La crescente difficoltà di finanziarsi per le imprese riduce la viabilità dell'attività di M&A e aumenta l'abbandono di operazioni domestiche (da imprese domestiche a imprese domestiche), in entrata (da imprese estere a imprese domestiche) e in uscita (da imprese domestiche a imprese estere) (Kumar et al., 2023, p.3). L'impatto dell'aumento del tasso di interesse si riflette anche sulla profittabilità dei *deals* (Kumar et al., 2023, p.3).

2.1.5 Tasso di interesse e deviazione dal tasso naturale di interesse

Samer Adra (2015, pp. 461-465) ha condotto un'analisi prendendo sotto osservazione la deviazione del *funds rate* dal tasso naturale di interesse, in quanto mostra un'indicazione riguardo l'espansività o meno della politica monetaria; inoltre, Adra (2015, pp. 461-465) divide le imprese che vendono beni durevoli o non durevoli. Tuttavia, in prima battuta, Adra (2015, p. 462) evidenzia come nel caso in cui la differenza del *funds rate* e il tasso naturale di interesse sia bassa, le imprese operanti in settori *capital-intensive* (settori dove tra gli input produttivi capitale e lavoro viene utilizzato più capitale che lavoro) non cambiano in maniera rilevante il loro comportamento riguardo all'attività di M&A. Invece, quando il *funds rate* è al di sotto del tasso naturale di interesse, un abbassamento del *funds rate* porta a un aumento dell'attività di M&A; al contrario, un suo aumento, che lo farebbe convergere verso il

tasso di interesse naturale, porta le imprese a focalizzarsi più sulla crescita interna che sull'attività di M&A (Adra, 2015, 462). Per effettuare l'analisi sopra presentata, Adra (2015, pp. 461-465) utilizza il tasso di interesse della FED (*Federal Reserve System*, ovvero l'autorità monetaria statunitense), il tasso di interesse naturale (chiamato R-FED) e una variabile chiamata FEDXHGHDEV; quest'ultima rappresenta l'interazione tra il tasso di interesse della FED e una variabile fittizia HIGHDEV che prende il valore di 1 se il tasso di interesse naturale è al di sopra del terzo quartile del tasso di interesse della FED dell'1% e il valore di 0 altrimenti. Ciò che viene evidenziato da Adra (2015, p. 463) è che l'attività di M&A non è influenzata dal tasso di interesse della FED né nel settore dei beni durevoli né in quello dei beni non durevoli. Difatti, nel settore dei beni non durevoli, le variazioni dell'attività di M&A sono causate dal tasso di interesse naturale, mentre nel settore dei beni durevoli l'attività di M&A è influenzata dal tasso FEDXHGHDEV (Adra, 2015, p. 463).

Tuttavia, come accennato in precedenza, una variabile rilevante è la deviazione del tasso di interesse dal tasso di interesse naturale. Difatti, un tasso di interesse al di sotto (sopra) del tasso naturale di interesse, aumenta (limita) l'attività di M&A delle imprese operanti nel settore dei beni non durevoli (Adra, 2015, p. 464). Nel settore dei beni durevoli, quando il tasso di interesse è al di sotto del tasso naturale di interesse, le imprese scelgono di puntare su operazioni di M&A piuttosto che sulla crescita interna; ciò è dovuto alla sensitività dell'*output* di questo settore ai costi di finanziamento (Adra, 2015, p. 464).

2.1.6 Influenza del tasso di interesse sulla performance post-operazione

Adra et al. (2020, p. 2) sostengono che gli annunci di M&A in periodi di contrazione monetaria tendono ad essere percepiti in maniera negativa dagli investitori in quanto, in questo contesto, è possibile che si verifichi un aumento dei costi post-acquisizione, una riduzione della performance dell'impresa post-acquisizione e del benessere dei proprietari dell'impresa. Inoltre, esiste una relazione negativa tra il *federal funds rate* al tempo dell'annuncio dell'acquisizione e il *Cumulative Abnormal Return* (CAR) dell'acquirente, ovvero la differenza tra il rendimento effettivo e quello atteso; pertanto, esiste anche una relazione negativa tra il *federal funds rate* e il CAR dell'acquirente, la quale è più evidente se l'acquirente è altamente indebitato (Adra et

al., 2020, p.2). Secondo l'opinione di Adra et al. (2020, p. 23), un aumento del tasso di interesse ha un risvolto negativo sull'attività di M&A e sul rendimento post-acquisizione in termini di CAR, in quanto un aumento del *federal funds rate* comporta una diminuzione del CAR.

2.1.7 Impatto del tasso di interesse sul metodo di pagamento e su fusioni conglomerate e non

Yagil (1996, p. 182) ha studiato una relazione tra variabili macroeconomiche e operazioni di fusione conglomerate e non. Più in particolare, la frequenza delle operazioni di fusione mediante scambio di titoli è dipendente dal movimento dei tassi di interesse (Yagil, 1996, p. 184).

Durante il periodo preso sotto esame, 1954-1979, il numero delle fusioni non conglomerate è rimasto pressoché costante nei due periodi, mentre quello delle fusioni conglomerate è quadruplicato, sorpassando quello delle non conglomerate (Yagil, 1996, p. 185). Inoltre, il valore delle fusioni è cambiato in gran misura: le fusioni non conglomerate hanno avuto un incremento in termini di valore di circa 3 volte mentre le fusioni conglomerate di circa 10 volte (Yagil, 1996, p. 187). Yagil (1996, p. 187) evidenzia come l'attività di fusioni conglomerate e non conglomerate siano influenzate dal tasso di interesse, in particolare il numero di operazioni e il valore delle operazioni; tra i due tipi di fusione, quelle conglomerate sono più influenzate da variabili macroeconomiche e in particolare, quella di maggiore influenza è il tasso di interesse poiché registra una significatività in senso statistico maggiore.

Tra le fusioni finanziate mediante *cash* e quelle mediante scambio di titoli, le prime sono più influenzate da fattori macroeconomici, in quanto se il tasso di interesse subisce un incremento, aumenta anche la tendenza a finanziare le fusioni tramite *cash* e non tramite scambio di titoli; pertanto, esiste una relazione negativa tra tasso di interesse e fusioni che avvengono per mezzo di scambio di titoli (Yagil, 1996, p. 189).

2.2 Altre determinanti macroeconomiche dell'attività di M&A

Gli scenari macroeconomici hanno un impatto determinante sul volume e sulle zone di maggior produttività, impattando anche le decisioni di espansione delle imprese tramite operazioni di M&A; la teoria della prosperità economica afferma che esiste

una relazione tra l'attività di M&A e l'attività economica di un paese (Kumar et al., 2023, p. 1).

Secondo l'opinione di Kumar et al. (2023, p.2) esistono alcune variabili macroeconomiche che influenzano le operazioni di M&A (Kumar et al, 2023, p. 2):

- tasso di interesse (già analizzato nel paragrafo precedente);
- prodotto interno lordo (PIL);
- inflazione;
- tasso di cambio reale.

Tale interpretazione è confermata anche dagli studi di Ibrahim e Raji (2018, p. 307-329), secondo cui il PIL e l'inflazione hanno una relazione positiva con l'attività di M&A sia in entrata che in uscita, mentre il tasso di interesse e il tasso di cambio hanno un'influenza negativa sia per le operazioni in entrata che in uscita.

Secondo l'interpretazione di Kumar et al. (2023, p. 2) le variabili sopra elencate impattano la valutazione delle imprese, i flussi di cassa futuri e la competizione. Difatti, poiché le imprese acquirenti propongono un'offerta sulla *target* se la valutazione è più alta del valore di mercato, i fattori macroeconomici, i quali hanno influenza su sinergie, condizioni di mercato, valutazioni e andamento futuro dell'azienda, influenzano decisioni e esito delle operazioni di M&A aumentando sia gli annunci che gli abbandoni di tali operazioni (Kumar, 2023, pp. 2-3).

Le dinamiche macroeconomiche presenti e future influenzano le determinanti preacquisizione e la profittabilità di fusioni e acquisizioni (Kumar, 2023, p.3).

In aggiunta, alcuni studi mostrano come il mercato azionario abbia una correlazione con l'attività di M&A, come anche osservato da Choi e Jeon (2011), e pertanto è necessario tenerlo sotto osservazione. Peraltro, l'incertezza macroeconomica e l'incertezza della politica monetaria hanno un'influenza rilevante sulle fusioni e acquisizioni, le quali verranno analizzate nel paragrafo 2.4.

2.2.1 Prodotto Interno Lordo

Il prodotto interno lordo (PIL), oltre a rappresentare le condizioni economiche di un paese, le prospettive di crescita e la grandezza del mercato, indica i profitti e il surplus presente che guidano l'espansione (Kumar et al., 2023, p. 4). L'attività di M&A è correlata al PIL: quando il PIL è in aumento, cioè l'economia è in espansione, il contesto in cui si trovano le imprese è più favorevole per le decisioni riguardo operazioni di M&A (Choi e Jeon, 2021, p. 239), rendendole più probabili (Sha et al., 2020, p. 596). Tale approccio è confermato dall'ipotesi di Chiriac (2021), secondo cui esiste una correlazione tra il numero di operazioni di M&A e la crescita del PIL; più in particolare, in un'economia in crescita ci sono più imprese e più fusioni. Inoltre, come afferma Kummer (2006) "il numero di operazioni di M&A è correlato con la crescita e la grandezza di un'economia, misurata in termini di PIL".

Un aumento del PIL ha un impatto sulle operazioni di M&A domestiche e in uscita; ci sono due diverse interpretazioni da analizzare nel caso in cui il PIL nazionale aumenti, per cui le imprese registrano maggiori profitti e abbiano più fondi disponibili (Ibrahim e Raji, 2018):

- le imprese sono più propense ad acquisire imprese locali invece che estere;
- le imprese, al fine di diversificare i rischi, cercano opportunità all'estero.

Considerando entrambe le interpretazioni, esiste una correlazione positiva tra PIL e operazioni di M&A sia domestiche che in uscita (Ibrahim e Raji, 2018). Inoltre, He e Zang (2018) affermano l'esistenza di una correlazione positiva tra il PIL del paese dell'impresa *target* e il completamento di operazioni di M&A.

In sintesi, si può affermare che esiste una correlazione positiva tra la crescita del PIL e le operazioni di M&A domestiche, in entrata e in uscita; pertanto, un aumento del PIL porta a un incremento dei deals domestici e transfrontalieri (Kumar et al., 2023, p. 4).

2.2.2. Inflazione

L'inflazione è una delle variabili macroeconomiche che influenzano le decisioni di investimento (Chiriac, 2021, p. 4), in quanto va a condizionare l'andamento generale

dell'economia (Banca d'Italia, 2020). Inoltre, il livello di inflazione rispecchia le tensioni economiche interne e influenza sia il costo del capitale che il ritorno sugli investimenti, con conseguenze sulle decisioni delle imprese riguardo alle acquisizioni (Kumar et al., 2023, p. 3).

La tesi sviluppata da Kumar et al. (2023, p. 4) afferma che un aumento dell'inflazione comporta un incremento dell'abbandono di operazioni di M&A domestiche e transfrontaliere in entrata e in uscita. Al fine di supportare questa affermazione, Kumar et al. (2023, p. 3) spiegano che un aumento dell'inflazione, oltre a far aumentare l'incertezza che contribuisce alla diminuzione dell'attività di M&A, fa aumentare il costo del debito, rendendo il costo delle imprese *target* maggiore e quindi aumentando gli abbandoni dei *deals*. D'altro canto, una riduzione dell'inflazione aumenta la competizione e aumenta gli abbandoni delle operazioni di M&A, in quanto la competizione agisce controcorrente rispetto alle operazioni di M&A domestiche (Kumar et al., 2023, p. 3).

Boateng et al. (2014) hanno condotto uno studio sul numero di operazioni di fusione e acquisizione negli UK tra il 1990 e il 2008: l'evidenza mostra una relazione negativa tra il tasso di inflazione e l'attività di M&A; più in particolare, se il tasso di inflazione cresce dell'1%, l'attività di M&A diminuisce dell'1,47%. Nonostante tale risultato non sia significativo dal punto di vista statistico, uno studio condotto da Black (2000) prendendo sotto esame gli US tra il 1985 e il 1999 porta alla stessa conclusione: il tasso di inflazione è correlato negativamente con l'attività di M&A (Chiriac, 2021, p. 4). In sintesi, i contributi di Kumar et al. (2023), Boateng et al. (2014) e Black (2000) portano alla conclusione dell'esistenza di una relazione negativa tra tasso di inflazione e attività di M&A.

Il tasso di inflazione ha un impatto anche sulle operazioni di M&A transfrontaliere. In particolare, un basso tasso di inflazione nell'economia domestica porta un aumento delle operazioni transfrontaliere in entrata, mentre un alto tasso di inflazione domestico porta a un aumento delle operazioni in uscita (Ibrahim e Raji, 2018). Inoltre, l'offerta di moneta è correlata positivamente con le operazioni transfrontaliere in entrata e in uscita in quanto, un aumento dell'offerta di moneta nel paese a cui

appartiene l'impresa acquirente, ipotizzando che l'offerta di moneta nel paese della *target* rimanga costante, porta a un aumento di M&A transfrontaliero in uscita per via di un abbassamento del costo del capitale per l'impresa acquirente (Ibrahim e Raji, 2018). Al contrario, un aumento dell'offerta di moneta nel paese dell'impresa *target* porta a un aumento di operazioni di M&A transfrontaliere in entrata, in quanto rende il costo del capitale nel paese estero, a cui appartiene la *target*, più economico (Ibrahim e Raji, 2018).

Il risultato dello studio di Ibrahim e Raji (2018) evidenzia che il tasso di inflazione ha una relazione positiva con le operazioni di M&A transfrontaliere in uscita, mentre ha una relazione inversa con quelle in entrata. Ciò si verifica per via di una diminuzione del costo del debito e del prezzo delle imprese *target* quando il tasso di interesse si abbassa; al contrario, quando il tasso di interesse nel paese delle imprese acquirenti si alza, il prezzo delle *target* nel paese domestico aumenta e le acquirenti opteranno per operazioni di M&A transfrontaliere in uscita verso economie con tassi di inflazione più bassi (Ibrahim e Raji, 2018).

In sintesi, studi su economie come UK e US mostrano una relazione negativa tra inflazione e attività di M&A, mostrando come un aumento del tasso di inflazione porta a una diminuzione dell'attività di M&A (Chiriac, 2021). Inoltre, è importante considerare un contesto più ampio dove le imprese domestiche, in contesti di operazioni M&A, interagiscono con imprese estere. Più in particolare, un aumento del tasso di inflazione nell'economia domestica porta a una diminuzione delle operazioni di M&A domestiche a favore di operazioni transfrontaliere in uscita (Ibrahim e Raji, 2018). Analogamente, quando il tasso di inflazione dell'economia domestica si abbassa, l'attività di M&A transfrontaliero in entrata aumenta (Ibrahim e Raji, 2018).

2.2.3 Tasso di cambio

Secondo la definizione della Banca Centrale Europea (2016), “il tasso di cambio è il tasso al quale è possibile scambiare una moneta con un'altra”. Tuttavia, nonostante tale tasso abbia influenza sulla stabilità dei prezzi, non rientrano nelle competenze della banca centrale eventuali politiche al fine di controllarlo (Banca Centrale Europea, 2016). Nonostante la Banca Centrale Europea dichiari di non avere nella sua sfera di

competenze il tasso di cambio, è evidente come le politiche dell'autorità monetaria abbiano un'influenza su di esso, tanto da essere considerato uno dei canali di trasmissione della politica monetaria.

Se è possibile ottenere più di 1 unità di una valuta estera scambiando 1 euro, per cui l'euro ha più valore della valuta estera, i beni e i servizi del paese che utilizza la moneta estera costano meno a chi si trova nell'area euro (Banca Centrale Europea, 2016).

Il caso appena esposto mostra un apprezzamento della moneta nazionale nei confronti di quella estera, e pertanto un deprezzamento della moneta estera nei confronti di quella nazionale. Come visto nel 1.2.2, l'apprezzamento della moneta domestica porta a una diminuzione delle esportazioni nette (Mishkin, 2005, p. 5), mentre un deprezzamento della moneta porta a un aumento delle esportazioni nette (Carbonari, 2014, p. 27).

Pertanto, l'import da parte di quel paese estero aumenta, mentre l'export verso quel paese diminuisce, in quanto per i consumatori di quell'economia è poco conveniente comprare beni e servizi dall'area euro. Al contrario, se l'euro si deprezza in confronto a una valuta estera, risulterà più conveniente per il paese estero comprare beni e servizi dall'area euro e non il contrario. In sintesi, si può affermare che il tasso di cambio influenza il potere d'acquisto (Kumar, 2023, p. 4).

Data l'influenza del tasso di cambio sui flussi di capitale da e verso un'economia in termini di import e export, è evidente come tale tasso influenza principalmente le operazioni di M&A transfrontaliere

I movimenti sul mercato delle valute, oltre ad essere un rischio da considerare per l'impresa acquirente in contesto M&A, ha effetti sulle valutazioni degli *asset* e delle imprese, andando a impattare il valore attuale netto dei deals.

Kumar et al. (2023, p.4) sostiene che un'economia con tasso di cambio basso vede un aumento delle operazioni di M&A transfrontaliere in entrata, in quanto i paesi con tassi di cambio più alti tendono a effettuare questo tipo di operazioni fuori dal paese. Pertanto, se la valuta domestica si apprezzasse nei confronti di una valuta estera, ci sarebbe un aumento delle operazioni di M&A transfrontaliere in uscita verso l'economia con tasso di cambio più basso (Kumar et al., 2023 p. 4), in quanto le imprese estere costano meno rispetto a quelle domestiche.

Tuttavia, un apprezzamento della moneta aumenta il potere d'acquisto dei consumatori e aiuta le imprese a negoziare meglio i *deals*; al fine di completare le operazioni un aumento del tasso di cambio a favore della valuta domestica è di aiuto per le imprese del paese (Kumar, 2023, p. 4).

Cushman (1987) mostra che la relazione tra l'attività di M&A transfrontaliero e il tasso di cambio dipende dal luogo di produzione e di fornitura degli input delle imprese. Cushman (1987) ha esaminato alcune casistiche principali, partendo innanzitutto dall'ipotesi di un apprezzamento della valuta estera rispetto alla valuta nazionale:

- imprese domestiche che usano input produttivi esteri e vendono prodotti all'estero; in questo caso, il costo degli input è maggiore. Pertanto, le acquisizioni in entrata da parte di imprese estere sono inferiori e per cui vi è una relazione negativa tra tasso di cambio e operazioni di M&A transfrontaliere in entrata (Ibrahim e Raji, 2018).
- Imprese domestiche che utilizzano input produttivi domestici e vendono all'estero; in questo caso il costo degli input è minore. Pertanto, le acquisizioni in entrata da parte di imprese estere sono maggiori per cui la relazione negativa tra tasso di cambio e operazioni di M&A transfrontaliere in entrata è confermata (Ibrahim e Raji, 2018).

L'ultima casistica esposta da Cushman (1987) consiste nell'ipotesi in cui si verifica un deprezzamento della valuta domestica nei confronti di quella estera e l'impresa considerata usa input produttivi domestici per produrre e vendere all'estero. Cushman (1987) sostiene che il costo degli input e il costo marginale del lavoro risultano essere più bassi, ne consegue una maggior profittabilità; la risultante è un aumento del valore delle acquisizioni in uscita da parte delle imprese domestiche. Pertanto, anche in questo caso, vi è una relazione negativa tra operazioni transfrontaliere in uscita e il tasso di cambio (Ibrahim e Raji, 2018).

Quanto evidenziato da Cushman (1987) mostra come ciò che influenza il comportamento delle operazioni di M&A transfrontaliere in un contesto di analisi del tasso di cambio sono il luogo di produzione e di vendita dell'impresa. Tuttavia, sia Cushman (1987) che Kumar et al. (2023, p. 4) sostengono l'esistenza di una relazione

negativa tra il tasso di cambio e le operazioni di M&A transfrontaliere sia in entrata che in uscita.

2.2.4 Mercato azionario

Il mercato azionario, secondo l'interpretazione di Chiriac (2021), è il barometro dell'economia, riesce ad anticipare gli sviluppi futuri dell'economia e mostra il grado con cui l'economia riesce a creare profitti e quindi remunerazione agli azionisti.

Durante il corso degli anni si sono registrate diverse ondate di fusioni, le quali verranno analizzate nel paragrafo 2.4, durante periodi di boom economico durante i quali il mercato azionario è cresciuto (Chiriac, 2021); anche Beckett (1986) sostiene che le fusioni crescono nei periodi di espansione e diminuiscono in periodi di recessione. Diversi studi, come quello effettuato da Weston, affermano l'esistenza di una relazione tra il mercato azionario e le operazioni di fusione e acquisizione (Melicher et al., 1983, p. 423). Inoltre, se il numero delle imprese sottovalutate aumenta, il numero di fusioni è atteso in aumento (Beckett, 1986, p. 18).

Un rialzo del mercato azionario ha due conseguenze principali sulle operazioni di M&A (Chiriac, 2021):

- aiuta le imprese a finanziare le fusioni e acquisizioni, in quanto le imprese non devono reinvestire i profitti o prendere moneta a debito per finanziare le operazioni;
- aumenta il potere d'acquisto delle imprese andando a impattare positivamente sulla liquidità.

Inoltre, un rialzo del mercato azionario porta a un incremento della q di Tobin delle imprese dovuto a un aumento del numeratore; il costo di sostituzione del capitale diventa più basso in relazione al suo valore di mercato. Secondo la *Q-theory of mergers* di Rousseau (2002), le imprese con valori elevati di q tendono ad aumentare l'attività di M&A acquisendo imprese con q di Tobin inferiori.

La velocità con cui viene effettuata la fusione ha un impatto sulla relazione che c'è tra fusioni e mercato azionario (Beckett, 1986, p. 18):

- se la velocità di conclusione delle fusioni è alta, l'evidenza storica mostra una relazione inversa tra mercato azionario e fusioni, ovvero l'abbassamento dei prezzi azionari precede gli aumenti di fusioni;
- se la fusione richiede tempo, l'attività di speculazione porta i prezzi delle azioni ad alzarsi, mostrando una relazione positiva tra mercato azionario e fusioni, ovvero aumenti dei prezzi azionari precedono gli aumenti di fusioni.

Riguardo alla reazione delle fusioni ai movimenti del mercato azionario, Melicher et al. (1983, p. 426) mostrano una correlazione positiva tra il mercato azionario e fusioni; pertanto, un rialzo (ribasso) del mercato azionario porta a un aumento (diminuzione) dell'attività di fusioni. Le negoziazioni per le operazioni di fusione cominciano diversi mesi prima della conclusione effettiva; pertanto, le negoziazioni precedono i movimenti del mercato azionario (Melicher, 1983, p. 426), che a loro volta precedono la conclusione delle fusioni.

2.2.5 Liquidità come filo conduttore

Ripercorrendo a ritroso quanto esposto nei paragrafi precedenti vediamo:

- relazione negativa tra tasso di interesse e operazioni di M&A;
- relazione positiva tra PIL e operazioni di M&A;
- relazione negativa tra inflazione e operazioni di M&A;
- relazione positiva tra tasso di cambio e operazioni di M&A transfrontaliere in uscita;
- relazione positiva tra mercato azionario e operazioni di M&A.

Alla luce di ciò, sembra evidente come la *liquidity hypothesis* (ipotesi della liquidità) di Choi e Jeon (2011, p. 240) secondo cui ci si aspetta una relazione positiva tra la liquidità e le operazioni di M&A; più le imprese hanno capacità di pagare per un'operazione, più la probabilità del completamento *del deal* si alza.

In questo contesto, è evidente come un aumento dell'attività di M&A è conseguente a un aumento di liquidità o di potere d'acquisto (relativo al paese estero nel caso del tasso di cambio) da parte delle imprese acquirenti.

2.3 Variabili macroeconomiche e differenze nell'attività di M&A tra G7 e BRICS

La maggior parte dell'attività M&A sul pianeta avviene in due gruppi di paesi: G7 e BRICS, i quali sono rispettivamente gruppi di paesi sviluppati e emergenti (Kumar et al., 2023, p. 2). Questi due gruppi di paesi presentano differenze rilevanti riguardo le decisioni di investimento, ad esempio in Cina le imprese compiono acquisizioni quando l'economia è incerta, a differenza degli USA (Kumar et al., 2023, pp. 2-3). I paesi BRICS, usati come gruppo rappresentativo in quanto protagonisti del 60% dell'attività di M&A dei paesi emergenti, hanno un tasso di crescita del PIL generalmente più alto dei paesi G7, usati come campione rappresentativo poiché coinvolti nei $\frac{3}{4}$ delle operazioni di fusioni e acquisizione dei paesi sviluppati (Kumar et al., 2023, p. 3).

I risultati del confronto delle reazioni dell'attività di M&A nei due gruppi in esame a movimenti delle principali variabili macroeconomiche mostrano differenze evidenti.

2.3.1 Tasso di interesse

Il tasso di interesse, in caso di rialzo, ha un effetto negativo sulle operazioni di M&A domestiche e in uscita dalle economie emergenti (Kumar et al., 2023, p. 8). D'altro canto, le operazioni transfrontaliere in entrata nelle economie emergenti non subiscono effetti dovuti a un aumento del tasso di interesse (Kumar et al., 2023, p. 8).

2.3.2 Prodotto Interno Lordo

Un aumento del PIL nei paesi BRICS non è correlato a una diminuzione degli abbandoni delle operazioni di M&A ma rende tali economie più appetibili come destinazioni per fusioni o acquisizioni da parte di imprese provenienti da altri paesi (Kumar et al., 2023, p. 8). Tuttavia, un aumento del PIL nelle economie emergenti porta un incremento della competizione tra le imprese esistenti riguardo le operazioni di M&A domestiche e in entrata, risultando in una diminuzione di tale attività (Kumar et al., 2023, p. 8).

2.3.3 Inflazione

Riguardo l'inflazione, i risultati mostrano che un'inflazione alta porta a un maggiore abbandono dei *deals* domestici nei paesi BRICS; più in particolare, un incremento dell'1% dell'inflazione porta a un incremento dell'abbandono delle operazioni domestiche dello 0,53%; ciò accade a causa dell'aumento del prezzo delle imprese *target* (Kumar et al., 2023, pp. 7-9). Al contrario, nei paesi G7 un aumento dell'inflazione spinge al ribasso l'abbandono delle operazioni di M&A domestiche, in entrata e in uscita rispettivamente del 1,66%, 4,26% e 4,77% (Kumar et al., 2023, p. 7).

2.4 Incertezza della politica monetaria e operazioni di M&A

La politica monetaria e l'incertezza sulle sue decisioni hanno conseguenze sulle imprese e sugli investitori che stanno prendendo in considerazione nuovi investimenti (Adra et al., 2019, p. 18). Alcuni studi mostrano che la presenza di incertezza riguardo alla politica monetaria rende gli investitori più prudenti quando valutano operazioni di M&A (Adra et al., 2019, p. 2). Tuttavia, l'impatto di tale incertezza si estende a diversi aspetti, più in particolare (Adra et al., 2019, p. 2):

- *equity investors* (investitori che investono capitale proprio) che stanno valutando eventuali operazioni di M&A;
- il rischio associato agli investimenti;
- la probabilità di completamento dei *deals*;
- le sinergie derivanti da operazioni di M&A.

In un contesto di alta incertezza sulle decisioni dell'autorità monetaria, gli investitori chiedono uno sconto per detenere quote nel capitale delle imprese (Adra et al., 2019, p.2). Deals annunciati in periodi di alta incertezza sulle decisioni di politica monetaria hanno una volatilità più alta rispetto a quelli annunciati in periodi di bassa incertezza (Adra et al., 2019, p. 3).

Adra et al. (2019) hanno condotto uno studio che mette in relazione l'indice di incertezza della politica monetaria costruito da Baker et al. (2016), MPU *index*; e l'attività di M&A.

Tra i risultati principali dello studio emerge che un aumento dell'indice MPU pari alla sua deviazione standard nel momento dell'annuncio di un'operazione di M&A, porta a una diminuzione (in media) del CAR (*Cumulative Abnormal Return*) dello 0,4%; tale diminuzione è più ricorrente in periodi di espansione monetaria rispetto a quelli di contrazione (Adra et al., 2019, pp. 2-12).

L'analisi dell'aumento di un indice pari alla sua deviazione standard è un approccio utilizzato anche da Bonaime et al. (2018), i quali hanno utilizzato un indice che tiene conto dell'incertezza politica generale, non solo quella monetaria; i risultati sono i seguenti (Bonaime et al., 2018, pp. 531-558):

- diminuzione del valore dei *deals* del 6,6%;
- diminuzione del numero dei *deals* del 3,9%;
- diminuzione della probabilità dell'inizio di un'ondata di fusioni del 4,17%;
- diminuzione della probabilità per un'impresa di effettuare una fusione dell'1,1%.

Riguardo al potere di negoziazione delle parti coinvolte in una transazione di M&A, lo studio di Adra et al. (2019) mostra che un'alta incertezza sulla politica monetaria porta a una riduzione del potere contrattuale dell'acquirente, il quale sarà costretto a pagare un prezzo più alto (*takeover premium*) di circa il 6%; inoltre, un aumento dell'indice di incertezza monetaria pari alla sua deviazione standard porta a un aumento del *takeover premium* dell'1% (Adra et al., 2019, pp. 3-21). I risultati di Adra et al. (2019) differiscono da quelli di Bonaime et al. (2018), secondo cui il valore dei *deals* in contesti di incertezza economica (non solo monetaria) nel suo complesso è più basso (Bonaime et al., 2018, p. 531-558).

Tuttavia, in un contesto di alta incertezza, l'impegno dell'impresa *target* sulla conclusione del deal sarà ridotto per via dell'inserimento di clausole contrattuali come *target termination fee provisions* (pagamento che la *target* dovrà effettuare all'acquirente in caso in cui volesse interrompere il deal), le quali riducono il potere contrattuale della potenziale impresa acquisita.

Periodi di espansione monetaria spingono gli *equity investors* a investire in progetti con un alto grado di rischio che, tuttavia, potrebbero registrare perdite nel caso di aumento di tassi di interesse; pertanto, tali investitori sono molto attenti agli annunci di M&A in un periodo di incertezza riguardo alla politica monetaria, la quale potrebbe aumentare i tassi di interesse nel breve periodo, soprattutto in periodi di espansione monetaria (Adra et al., 2019, p. 15).

Un aumento dell'incertezza sulla politica monetaria aumenta il rischio delle quote investite in capitale dagli azionisti (Adra et al., 2019, p. 15); difatti, le operazioni di M&A annunciate in contesti di incertezza monetaria hanno un CAR inferiore dello 0,81% rispetto a quelle annunciate in assenza (o bassa) incertezza (Adra et al., 2019, p. 17). Lo studio di Adra et al. (2019, p.15) mostra che un aumento dell'incertezza sulle decisioni dell'autorità monetaria porta a un incremento della probabilità di abbandono dei *deals*, mentre Bonaime et al. (2018, pp. 531-558) sostengono che, in contesto di incertezza politica generale, le imprese tendono a effettuare operazioni di M&A transfrontaliere in uscita o fusioni verticali per diversificare il rischio.

Un'altra evidenza rilevante dello studio mette in luce la differenza, in termini di breve e medio termine, tra gli effetti negativi della politica monetaria e della sua incertezza (Adra et al., 2019, p. 15). Mentre la politica monetaria restrittiva ha effetti negativi nel breve e nel medio periodo, l'incertezza sulla politica monetaria ha effetti negativi solo nel breve periodo (Adra et al., 2019, p. 15). Difatti, nei 12 mesi che seguono l'acquisizione avvenuta in un contesto di incertezza monetaria, i guadagni cumulati degli investitori sono del 3% più alti rispetto a quelli di chi ha compiuto investimenti in assenza di incertezza (Adra et al., 2019, p. 15).

Al fine di sintetizzare l'impatto dell'incertezza della politica monetaria sull'attività di M&A, si può osservare il seguente grafico che mette in relazione il numero di operazioni di M&A dal 1986 al 2016 e l'indice di incertezza della politica monetaria. Dal grafico risulta evidente come le due variabili si muovano in direzioni opposte, sottolineando che un'elevata incertezza sulla politica monetaria contrae il numero dei *deals* effettuati e una bassa incertezza crea un ambiente favorevole all'attività di M&A.

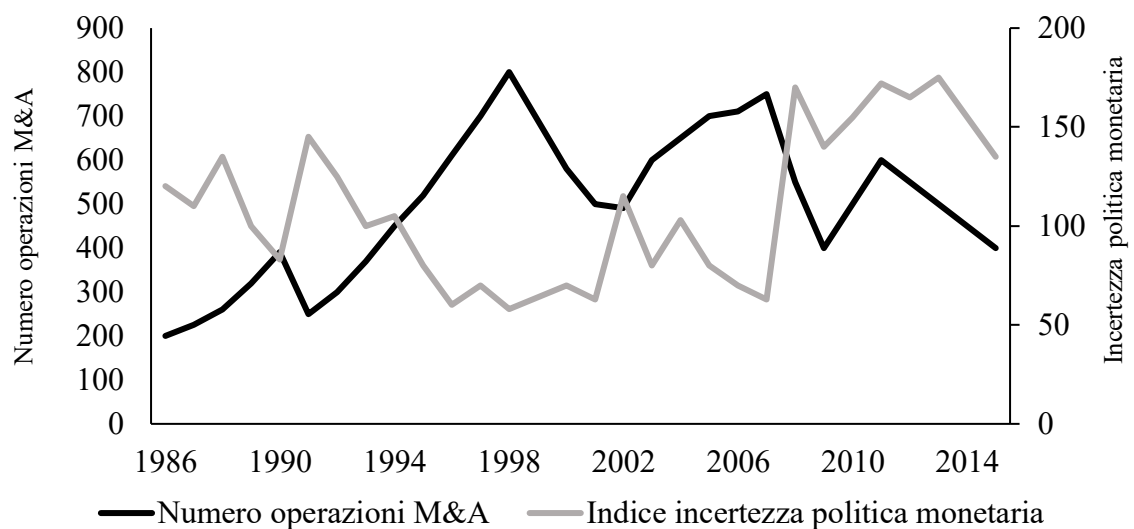


Figura 1: Numero di operazioni di M&A dal 1986 al 2016 e indice di incertezza della politica monetaria.

Fonte: elaborazione dell'autore su dati da Nguyen e Phan (2017, p. 621).

2.5 Onde e ciclicità dell'attività di M&A

L'attività di M&A tende a muoversi in maniera ciclica, così come l'attività economica (Ribeiro, 2010, p. 8). Tale ciclicità è caratterizzata, soprattutto negli USA, da picchi e poi da crolli successivi, simile all'andamento del mercato azionario: pertanto si parla di *merger waves* (Ribeiro, 2010, p.8). In tutte le ondate, si sono verificati degli schemi comuni ma le ragioni dietro il loro inizio sono eterogenee (Ribeiro, 2010, p. 9).

Nel corso della storia recente, sono state identificate 6 ondate (Ribeiro, 2010, p. 9).

La prima ondata, identificata tra il 1893 e il 1904, ebbe inizio con il completamento della linea ferroviaria transcontinentale, la quale creò il primo mercato comune e favorì la creazione di monopoli (Ribeiro, 2010, p. 9). Le principali fusioni furono di natura orizzontale e riguardarono i settori dell'acciaio, petrolio e manifattura (Ribeiro, 2010, p. 9).

Durante gli anni 20 del '900, più precisamente tra il 1916 e il 1929, si vede come le operazioni di fusioni incrementarono molto, tanto da delineare una seconda ondata (Ribeiro, 2010, p. 9). Tale ondata vede come cause gli sviluppi della radio e dell'automobile, le quali resero possibile rispettivamente fare pubblicità a livello nazionale e organizzare la distribuzione (Ribeiro, 2010, p. 9). Le fusioni più frequenti

durante questo periodo sono state le verticali, le quali hanno permesso ai manifatturieri di avere accesso diretto ai canali di distribuzione, creando conglomerati e oligopoli (Ribeiro, 2010, p. 9).

Le fusioni conglomerate sono state protagoniste anche durante la terza *merger wave* degli anni 60 del '900 (Ribeiro, 2010, p. 9). L'ondata fu guidata dall'euforia derivante dalla convinzione riguardo al potere dei managers e dall'elevata propensione delle imprese alla diversificazione che spinsero le imprese a guardare al di fuori dei propri *core businesses*, portando i propri *P/E ratio* (rapporto tra prezzo per azione e utile per azione) verso il basso (Ribeiro, 2010, p. 9).

Gli anni '80 del 1900 furono gli anni della quarta ondata in cui si verificarono gare di offerte e acquisizioni ostili, le quali furono spinte da innovazioni finanziarie e disponibilità di finanziamenti ad alto rischio (Ribeiro, 2010, p. 9). In un contesto in cui c'era tanta leva finanziaria (indebitamento), arbitraggio, speculazione e grande presenza delle banche d'investimento, le imprese divennero vulnerabili e offerte d'acquisto purché non stessero performando al loro massimo potenziale (Ribeiro, 2010, p. 9). Il seguente grafico mostra il numero di fusioni avvenute negli Stati Uniti dal 1890 al 1990; numero di fusioni appartenenti alle ondate è cresciuto nel tempo.

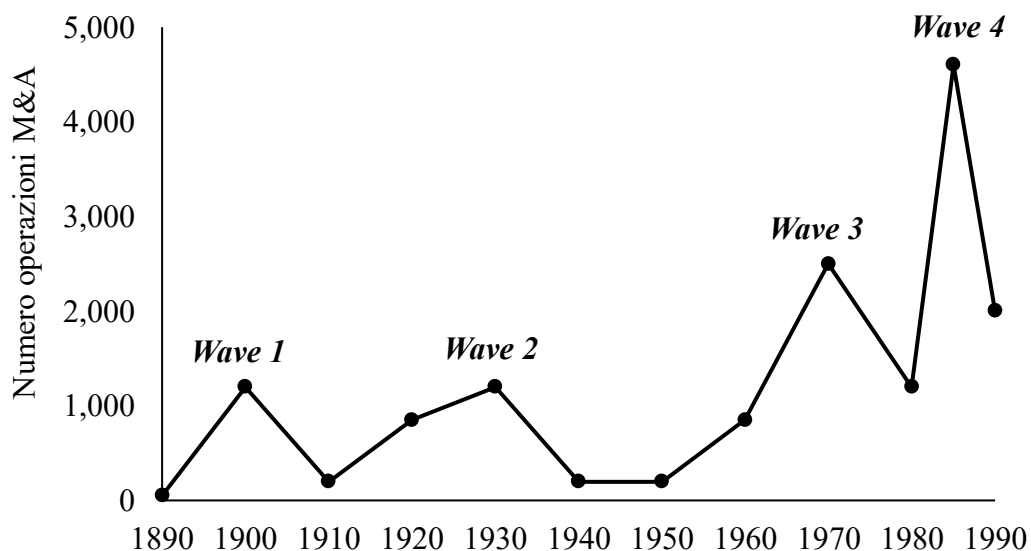


Figura 2: Numero di fusioni negli USA dal 1890 al 1990.

Fonte: elaborazione dell'autore su dati da Ribeiro (2010, p. 8).

La quinta *merger wave*, avvenuta nell'ultimo decennio del 1900, ha raggiunto dimensioni talmente grandi che ha rotto tutti i *benchmarks* precedenti in termini di valore e numero di *deals* (Ribeiro, 2010, p. 9). Le ragioni di questa mega ondata sono riconducibili a una favorevole condizione economica, crescita dei mercati e riorganizzazioni di alcune industrie mediante deregolazioni, globalizzazione e innovazioni tecnologiche (Ribeiro, 2010, pp. 9-10). La quinta ondata è stata caratterizzata da grandi fusioni strategiche e operazioni transfrontaliere (Ribeiro, 2010, p. 10). Il valore totale dell'ondata fu di 1,4 trilioni di dollari e le sue peculiarità sono le sopravvalutazioni delle imprese acquisite, la prevalenza del finanziamento in *equity* e una distruzione di valore per gli *shareholders* (proprietari delle azioni) delle imprese acquisite (Alexandridis et al., 2011, p. 663).

La sesta ondata, la quale ha avuto un picco nel 2006 e fine nel 2007, ha raggiunto un valore di circa 1 trilione di dollari (Alexandridis et al., 2011, p. 663). La sua fine fu causata dallo scetticismo degli investitori riguardo al mercato del credito e alle sue ripercussioni su tutto il sistema finanziario; appena scoppiò la crisi, l'accesso al credito divenne più stringente e il finanziamento scarso, portando le operazioni di M&A a uno stop (Alexandridis et al., 2011, p. 663).

Nel corso del tempo si è cercato di studiare le cause scatenanti delle *merger waves*. I due approcci più rilevanti sono il *behavioral* e il neoclassico.

Il *behavioral*, portato avanti prima da Shleifer e Vishny e poi da Rhodes-Kropf e Viswanathan, vede al centro le scelte dei managers e il loro comportamento di fronte a sopravvalutazioni di mercato (Harford, 2005, p. 533). Più in particolare, i Shleifer e Vishny svilupparono un modello in cui i manager delle imprese *target*, aventi obiettivi di breve termine, sono disposti ad accettare un valore di patrimonio netto degli offerenti sopravvalutato; le sopravvalutazioni aggregate o in alcune industrie portano a un raggruppamento di operazioni simili a un'ondata (Harford, 2005, p. 533). L'approccio di Rhodes-Kropf e Viswanathan, invece, prevede un modello di scelte razionali dei manager e incertezza sulle fonti di valutazioni errate che ha come esito una correlazione tra l'andamento del mercato e le ondate di fusioni (Harford, 2005, p. 533). In questo modello, i manager delle *target*, comportandosi razionalmente in un contesto di assenza di informazioni perfette, accettano più offerte da offerenti

sopravvalutati durante picchi di valutazione di mercato perché sovrastimano le sinergie; il maggiore flusso di transazioni scatena una *merger wave* (Harford, 2005, p. 533). In uno studio successivo, condotto da Rhodes-Kropf e altri, viene mostrato che le ondate di fusioni accadono quando le valutazioni di mercato, misurate con il *market to book ratio* (rapporto tra la valutazione di mercato e quella da bilancio), sono alte relativamente a quelle reali (Harford, 2005, p. 534). In sintesi, l'approccio *behavioral* prevede che i manager usano azioni sopravvalutate per comprare gli *assets* di imprese meno valutate, soprattutto quando la dispersione delle valutazioni è elevata; pertanto, è necessario che vi siano un numero sostanzioso di imprese sopravvalutate che utilizzeranno soprattutto azioni per finanziare le operazioni (Harford, 2005, p. 534). Tale interpretazione è in linea con quella di Jovanovic e Rousseau (2002, p. 203), secondo cui le ondate di fusioni dal 1900 al 2000 sono state precedute da un aumento della dispersione dei valori delle *q* di Tobin delle imprese. Questo contesto disegna un panorama in cui sono presenti imprese con *q* di Tobin alta, ovvero con un valore di mercato elevato rispetto al costo di sostituzione del capitale, e altre con *q* di Tobin significativamente più basse, ovvero con un valore di mercato simile o inferiore al costo di sostituzione del capitale. Se il contesto appena descritto non si verifica, ovvero se le *q* di Tobin di tutte le imprese hanno tutte valori simili, non si verificano operazioni di M&A (Jovanovic e Rousseau, p. 202).

Tuttavia, Alexandridis et al. (2011, p. 664) hanno osservato alcune differenze tra le valutazioni della quinta e della sesta ondata: le valutazioni erano nettamente più basse (nella quinta il *P/E ratio* dell'S&P500 era di 39 mentre nella sesta ondata di 26), la distanza tra le valutazioni era minore e il metodo di pagamento era raro fosse in azioni. Il secondo approccio è quello neoclassico, il quale vede come movente delle ondate di fusioni la risposta delle industrie a shock esterni che richiedono riallocazione degli *assets* (Harford, 2005, p. 530). Nello studio condotto da Harford (2005), il quale obiettivo è comprendere cosa guida le *merger waves*, l'approccio definito più corretto è quello neoclassico. Inoltre, anche Alexandridis et al. (2011, pp. 685-686) sostengono che l'approccio neoclassico è più idoneo a spiegare cosa ha mosso la sesta ondata di fusioni. Inoltre, Alexandridis et al. (2011, pp. 685-686) evidenziano maggiore liquidità posseduta dalle imprese durante la sesta ondata e Harford (2005) sostiene proprio che una maggiore liquidità vada ad agevolare la riallocazione degli *assets* ed è il tassello

manca alla spiegazione neoclassica. Difatti, secondo Harford (2005, p. 530) affinché lo *shock* inizi a propagare un'ondata di fusioni, deve essere presente abbondanza di liquidità, che è correlata a un aumento delle valutazioni degli *assets*.

In sintesi, le *merger waves* sono guidate da motivazioni di tipo economiche e costi di transazione bassi oltre che dalla liquidità, la quale è in grado di incentivare concentrazioni di fusioni anche quando gli *shocks* di settore non lo fanno (Harford, 2005, p. 530).

Capitolo 3: Politica monetaria e condizioni macroeconomiche nei fondi di *Private Equity* e *Venture Capital*

3.1 *Private Equity* e variabili macroeconomiche

3.1.1 Fondi di *Private Equity*: cosa sono e cosa fanno

I fondi di *private equity*, i quali rientrano nel mercato dei capitali privati, oggi hanno un ruolo importante nel sistema finanziario (Avalos et al., 2016, pp. 1-2). Il mercato dei capitali privati ha iniziato a emergere negli USA negli anni '40 del 1900, quando iniziarono a svilupparsi i fondi di *Venture Capital*, che hanno un funzionamento simile ai fondi di *Private Equity* ma hanno come *target* imprese ai primi anni di vita (*startups*); circa 20 anni dopo nascono i fondi di *Private Equity*, i quali iniziarono a svolgere le prime operazioni di *Leverage Buyout* (LBO) al fine di offrire liquidità a imprese, spesso familiari (Avalos et al., 2026, p. 6). Nell'effettuare i propri investimenti, i fondi utilizzano sia capitale proprio fornito da *General Partners* (investitori che forniscono sia capitale che operatività) e *Limited Partners* (investitori che forniscono solo capitale) che debito, il quale serve a aumentare i ritorni del fondo; ciò è particolarmente evidente nelle operazioni di LBO, ovvero operazioni ad alto uso di debito (*leverage*) (Avalos et al., 2026, p. 6). Il *target* di investimento per operazioni di *Private Equity* sono imprese mature e le modalità di investimento prevedono l'acquisto di una quota di all'interno del capitale dell'impresa, la quale è spesso di minoranza se l'investimento avviene principalmente in *equity* (capitale proprio) del fondo o di maggioranza se avviene soprattutto a debito (Avalos et al., 2026, p. 7). Infine, i guadagni dei fondi, *Private Equity* e *Venture Capital*, derivano dalla vendita delle imprese nel loro portafoglio a imprese più mature, altri fondi o dalla quotazione delle imprese sul mercato azionario (Avalos et al., 2026, p. 7).

3.1.2 Politica monetaria e fondi di *Private Equity*

La politica monetaria influenza l'attività dei fondi di *private equity* in due modi principali (Avalos et al., 2026, p. 10):

- accesso al credito, in quanto il tasso di interesse è una determinante del costo di finanziamento e l'impatto è maggiore per le operazioni di LBO;

- il tasso di sconto dei flussi di cassa utilizzato nei metodi di valutazione, il quale viene impattato sia dal punto di vista del costo del debito che del costo dell'*equity*; in questo secondo caso l'impatto è maggiore sulle acquisizioni di quote di minoranza da parte dei fondi.

Axelson et al. (2013) evidenziano una relazione tra le condizioni del mercato del credito e le operazioni di LBO, in quanto prevedono un elevato uso di debito che, come mostrato dal grafico seguente, nel periodo 2000 - 2020 è sempre stato intorno al 50%. Difatti, in caso di credito poco costoso, l'uso della leva (debito) è stimolato e i fondi di *Private Equity* tendono a pagare di più per effettuare le operazioni (Avalos et al., 2026, p. 10).



Figura 3: Percentuale di debito usato nelle operazioni di LBO dal 2000 al 2020.

Fonte: elaborazione dell'autore su dati da Avalos et al. (2026, p. 20).

La politica monetaria ha impatto sul *risk-free rate* (tasso senza rischio), il quale è fondamentale per determinare il costo del debito e il costo dell'*equity* delle imprese; in particolare, nel caso dell'*equity*, andando a impattare il rendimento aggiuntivo richiesto dagli investitori rispetto al rendimento senza rischio (*equity risk premium*) (Avalos et al., 2026, p. 11). Un *equity risk premium* più basso porta a un incremento del valore attuale dei rendimenti degli investimenti dei fondi di *private equity*, ma riduce il rendimento atteso degli investimenti in imprese quotate; pertanto, sia un basso costo di finanziamento che un basso *equity risk premium* forniscono un incentivo ai

fondi di *Private Equity* a portare avanti le transazioni, grazie a maggiori fondi disponibili (e a basso costo) e a un valore atteso dell'investimento maggiore (Avalos et al., 2026, p. 11).

I risultati dello studio condotto da Avalos et al. (2026) evidenzia che un aumento improvviso di 100 basis points porta a una diminuzione dello 0,26% del valore dei deals chiusi nel mese dell'annuncio dell'autorità monetaria, mentre in generale la riduzione è dello 0,5%. Pertanto, una politica monetaria restrittiva porta a una diminuzione del prezzo pagato dai fondi di *Private Equity*; tale affermazione è supportata da elevata significatività statistica (Avalos et al., 2026, p. 26).

Inoltre, un aumento dell'*equity risk premium* tende a ridurre il prezzo pagato dai fondi di *Private Equity* per le loro operazioni (Avalos et al., 2026, p. 26).

In sintesi, una politica monetaria più espansiva porta a un maggior volume di operazioni di investimento (M&A) da parte dei fondi di *Private Equity*; più in particolare, l'uso di leva da parte dei fondi è incentivato e sono disposti a pagare di più per le operazioni (Avalos et al., 2026, p. 35). Pertanto, in un contesto di politica monetaria espansiva, la probabilità di vedere i fondi di *Private Equity* portare avanti operazioni di LBO è maggiore rispetto a operazioni non di LBO (Avalos et al., 2026, p. 35). Al contrario, una politica monetaria restrittiva spinge al ribasso il volume dei deals dei fondi di *Private Equity*, così come anche l'uso di leva da parte dei fondi e il prezzo delle *targets* (Avalos et al., 2026, p. 3). Tale ultima affermazione è in linea con quanto affermato da Wellington (2023), secondo cui un rialzo del tasso di interesse aumenta il costo di finanziamento per i fondi, soprattutto per le operazioni di LBO, e diminuisce i ritorni attesi dai fondi.

Inoltre, a seguito di un annuncio da parte dell'autorità monetaria di una politica restrittiva, la probabilità di abbandono dei *deals* da parte dei fondi aumenta (Avalos et al., 2026, p. 4). D'altro canto, un aumento dell'incertezza riguardo alla politica monetaria rende il tasso di sconto dei flussi di cassa dei modelli di valutazione più alto, al fine di compensare il maggiore rischio delle attività di M&A in queste condizioni (Avalos et al., 2026, p. 4).

Oltre alla politica monetaria e al tasso di interesse, il mercato dei capitali privati, e quindi i fondi di *Private Equity*, sono influenzati da altre variabili macroeconomiche; più in particolare:

- prodotto interno lordo;
- inflazione;
- tasso di cambio.

3.1.3 Prodotto Interno Lordo

Tra le variabili macroeconomiche più influenti sull'attività dei fondi c'è il Prodotto Interno Lordo, sul quale, relativamente all'attività di M&A dei fondi, Li e Zhang (2018) hanno condotto uno studio; tale studio evidenzia un'influenza diretta del PIL sugli investimenti dei fondi di *Private Equity*.

Inoltre, esiste una relazione positiva tra la crescita del PIL e i ritorni degli investimenti di *Private Equity* con un livello di significatività statistica elevato (Xu, 2025, p. 188). In altre parole, una crescita del PIL di un paese porta a una crescita dei rendimenti dei fondi di *Private Equity* operanti in quel paese. Secondo Lavee et al. (2011), ciò avviene in quanto una crescita del PIL è accompagnata da un aumento della profittabilità delle imprese e da un aumento della domanda, i quali hanno un impatto positivo sui ritorni dei fondi (Xu, 2025, p. 189).

3.1.4 Inflazione

L'andamento dell'inflazione spinge i fondi di *Private Equity* a cambiare le proprie strategie. In periodi di alta inflazione i fondi cercano di mantenere i propri ritorni riducendo l'uso di leva e concentrandosi maggiormente sul migliorare la gestione operativa delle imprese (Xu, 2025, p. 190). Tale visione è supportata anche da Marcum (2022), secondo cui in periodi di alta inflazione i fondi di *Private Equity* tendono a aumentare il valore delle imprese in portafoglio tramite ristrutturazione strategica o ottimizzazione dell'operatività piuttosto che ricorrendo all'uso di leva finanziaria.

Esiste, tuttavia, una relazione positiva tra l'inflazione, misurata come l'indice dei prezzi al consumo, e la crescita degli investimenti dei fondi (Xu, 2025, p. 191). Inoltre, la performance dei fondi di *Private Equity* migliora quando l'inflazione aumenta (Xu, 2025, p. 191).

3.1.5 Tasso di cambio

Alcuni studi hanno evidenziato l'esistenza di una relazione tra il tasso di cambio e l'attività dei fondi di *Private Equity*; più in particolare, Xu (2025, p. 191), sostiene che vi è una relazione positiva, ovvero un aumento del tasso di cambio porta a un aumento degli investimenti di *Private Equity*.

3.2 L'attività dei fondi di *Private Equity* durante periodi di crisi economica

3.2.1 Effetti della crisi sui fondi di *Private Equity*

I fondi di *Private Equity* mostrano una resilienza al rischio, in quanto possono contrastare la volatilità del mercato mediante strategie di aggiustamento; inoltre, forniscono il supporto di capitale necessario alle imprese in portafoglio per sopravvivere alla crisi in corso (Xu, 2025, p. 192). Tuttavia, durante la crisi del 2008, la performance dei fondi ha subito un declino nonostante l'adattamento delle strategie di investimento volte alla crescita, come l'acquisto di imprese a valutazioni basse e un'allocazione flessibile del capitale (Xu, 2025, pp. 192-193).

3.2.2 Effetti della crisi su aziende in portafoglio dei fondi di *Private Equity*

Durante i periodi di crisi, come quella del 2008 e quella del periodo Covid-19, le imprese in portafoglio dei fondi di *Private Equity* (*PE-backed*) reagiscono in maniera differente alla situazione macroeconomica rispetto alle imprese non partecipate dai fondi.

Difatti, le imprese *PE-backed* mostrano resilienza a periodi di declino e pertanto hanno un ruolo di stabilizzazione durante periodi non rosei (Bernstein et al., 2019, p. 1311). Inoltre, queste imprese hanno un posizionamento migliore per quanto riguarda l'accesso al credito (Bernstein et al., 2019, p. 1311). Tale migliore posizione creditizia è dovuta ai forti rapporti che i fondi di *Private Equity* hanno con il sistema bancario, i quali sono utili alle imprese per avere un accesso più favorevole al credito durante periodi di crisi (Bernstein et al., 2019, p. 1311). Un'ulteriore fonte di liquidità durante le crisi viene fornita dai fondi stessi, i quali possiedono dei capitali da investire in più anni; durante i periodi di recessione tendono ad avere tasche più profonde e compiere investimenti azionari in imprese in portafoglio che hanno più difficoltà ad accedere al credito (Bernstein et al., 2019, p.1312). D'altro canto, a livello operativo, i fondi di

Private Equity entrano maggiormente nella gestione delle imprese per aiutarle nella risoluzione di problemi strategici e nelle relazioni con i vari stakeholders, ad esempio per quanto concerne la negoziazione delle obbligazioni (Bernstein et al., 2019, p. 1312).

Il confronto tra l'andamento e il comportamento delle imprese *PE-backed* e non durante i periodi di crisi mostra delle divergenze. Più in particolare, nel periodo post-crisi, le imprese in portafoglio dei fondi di *Private Equity* hanno una crescita dei propri *assets*, dovuta a un mantenimento alto del livello degli investimenti effettuati (Bernstein et al., 2019, pp. 1315-1316). Inoltre, le imprese *PE-backed*, oltre a non performare meno dei propri competitors durante la crisi, aumentano la propria quota di mercato proprio grazie ai maggiori investimenti effettuati rispetto ai propri concorrenti (Bernstein et al., 2019, pp. 1315-1316). Difatti, i risultati degli studi di Bernstein et al. (2019, p. 1328) mostrano che le imprese in portafoglio dei fondi di *Private Equity* hanno una diminuzione degli investimenti minore rispetto ai competitors durante i periodi di crisi economica; ciò è dovuto a minori vincoli di natura finanziaria e iniezioni di capitale da parte dei fondi (Bernstein et al., 2019, pp. 1329-1331).

In sintesi, durante i periodi di crisi come quello del 2008, i fondi di *Private Equity* mostrano resilienza ma rendimenti in calo; d'altra parte, le imprese in loro portafoglio riducono gli investimenti in minor misura rispetto ai competitors non *PE-backed* grazie a un accesso al credito più favorevole (oltre che alla liquidità dei fondi) e pertanto aumentano la propria quota di mercato.

3.3 L'impatto del *Quantitative Easing* sui fondi di *Private Equity*

3.3.1 Contesto d'intervento del *Quantitative Easing*

Nel 2014 la Banca Centrale Europea utilizzò il *Quantitative Easing*, uno strumento di politica monetaria non convenzionale, per stimolare l'attività economica in un contesto di tassi già bassi (Aryoubi et al., 2020, p. 1).

Nel 2007 negli USA scoppia la crisi dei mutui subprime, la quale a catena scatenò tumulti in tutte le economie del mondo; ad esempio, in Europa, ci fu un calo del PIL

del 6% (Aryoubi et al., 2020, p. 1). In questo contesto di crisi economica, che si propagò anche negli anni a venire, la Banca Centrale Europea utilizzò gli strumenti convenzionali di politica monetaria come, ad esempio, il tasso di interesse (Aryoubi et al., 2020, p. 1). L'autorità monetaria europea percorse la strada dell'abbassamento del tasso di interesse ma, poiché l'economia non riusciva a ripartire, fu costretta a porre in atto strumenti non convenzionali di politica monetaria come il Quantitative Easing, con l'obiettivo di aumentare la liquidità in circolazione (Aryoubi et al., 2020, p. 1). In questo contesto, il fallimento della banca d'investimento Lehman Brothers ha portato a un peggioramento del mercato interbancario e un paio di anni dopo, nel 2010, la crisi dei debiti sovrani in Europa ha costretto la Banca Centrale Europea, guidata da Mario Draghi, a porre in essere programmi di acquisti di *assets*, che verranno chiamati il *Quantitative Easing* europeo, come il *Public Sector Purchase Programme* e il *Corporate Sector Purchase Programme* (Aryoubi et al., 2020, pp. 2-3). Mediante questi programmi la BCE si impegna ad acquistare sul mercato secondario obbligazioni governative e bancarie (Borsa Italiana; ECB). In questo modo, la Banca Centrale Europea immette liquidità nel sistema economico e rendendo il capitale meno costoso.

3.3.2 Canali di trasmissione del *Quantitative Easing*

Il *Quantitative Easing* agisce sull'economia mediante tre canali principali (Aryoubi et al., 2020, p. 4):

- segnale;
- ribilanciamento dei portafogli;
- ancoraggio.

In primo luogo, il programma di acquisti di *asset* da parte della Banca Centrale Europea lancia un segnale importante riguardo la direzione che l'autorità monetaria intende perseguire; in particolare mostra l'impegno a tenere i tassi di interesse bassi (Aryoubi et al., 2020, p. 4).

In seconda battuta, il *Quantitative Easing* spinge le curve dei rendimenti verso il basso, comportando un ribilanciamento dei portafogli a favore di *assets* con un rendimento

atteso più alto, ovvero più rischiosi (Aryoubi et al., 2020, p. 4). Ciò incrementa il valore delle obbligazioni a lungo termine e ha effetti positivi sugli stati patrimoniali delle banche in quanto il valore dei loro *asset* aumenta; tale aumento può essere considerato come un'iniezione di capitale che allenta i vincoli sul capitale, abbassa il tasso di interesse e facilita l'accesso al credito (Aryoubi et al., 2020, p. 4). Secondo Andrade et al. (2016) si ha anche un incremento dei prezzi delle azioni delle banche che possiedono molte obbligazioni governative.

Infine, il canale dell'ancoraggio descrive la deviazione dalle aspettative a lungo termine dell'inflazione e l'obiettivo della banca centrale, la quale dipende dall'incertezza del settore privato sulla ampiezza dell'orizzonte lungo il quale tornerà la stabilità dei prezzi (Andrade et al., 2016).

3.3.3 Impatto del *Quantitative Easing* sui fondi di *Private Equity*

Dopo lo scoppio della crisi, l'attività dei fondi di *Private Equity* ha subito un rallentamento a causa delle restrizioni delle condizioni di finanziamento e dall'incertezza riguardo la stabilità monetaria (Aryoubi et al., 2020, p. 5). Difatti, dal 2007 al 2009 gli investimenti dei fondi di *Private Equity* europei passarono da 76 miliardi di euro a 26 miliardi di euro (Aryoubi et al., 2020, p. 5).

Tuttavia, la performance dei fondi è stata superiore rispetto a quella del mercato azionario (Harris et al., 2014).

A seguito del *Quantitative Easing*, il credito diventa nuovamente accessibile e i managers dei fondi di *Private Equity* vedono questa ondata di liquidità come un'opportunità (Espinoza, 2018). Il basso costo del debito permette ai fondi di svolgere un elevato numero di acquisizioni a debito (LBO), di rifinanziare le imprese in portafoglio e di considerare potenziali imprese *target* con flussi di cassa bassi che però ampliano le opportunità di acquisizioni (Aryoubi et al., 2020, p. 6). Tuttavia, come anticipato, l'elevata liquidità portò a un aumento del prezzo degli *assets* e ritorni minori, portando gli investitori ad aumentare il rischio degli investimenti, nonostante un minore rischio percepito (Aryoubi et al., 2020, p. 5).

Negli anni successivi il Quantitative Easing l'attività d'investimento dei fondi di Private Equity europei aumentò, toccando nel 2018 un nuovo picco di investimento dal valore di 81 miliardi di euro (Aryoubi et al., 2020, p. 6).

3.4 Impatto della politica monetaria sui fondi di *Venture Capital*

3.4.1 Cos'è un fondo di *Venture Capital*

Il *Venture Capital* è una forma di investimento in imprese ad alto potenziale di sviluppo che si trovano in una fase iniziale, detta fase di *startup*, con l'obiettivo di ottenere un consistente guadagno dalla vendita della partecipazione dell'impresa acquisita (Borsa Italiana).

Tale attività viene realizzata da degli intermediari finanziari chiamati fondi di *Venture Capital*, nei quali riconosciamo due categorie di figure importanti (Bellavitis et al., 2024, p. 7):

- *General Partners*: coloro i quali gestiscono il fondo;
- *Limited Partners*: coloro i quali forniscono capitale al fondo senza entrare nella gestione operativa.

Alla chiusura del fondo, solitamente 10 anni, i *Limited Partners* devono essere liquidati ottenendo un rendimento sull'investimento effettuato (Bellavitis et al., 2024).

I fondi di *Venture Capital* contribuiscono alla prosperità dell'economia andando a finanziare piccole nuove imprese innovative e il loro comportamento è legato ai principali fattori macroeconomici come il PIL, il mercato del lavoro e quello azionario; più in particolare, l'attività dei fondi di *Venture Capital* è strettamente legata al livello dei tassi di interesse fissati dalle banche centrali (Bellavitis et al., 2024, p. 2).

3.4.2 L'impatto della politica monetaria sui fondi di *Venture Capital*

L'attività dei fondi di *Venture Capital* è strettamente legata al tasso di interesse (Bellavitis et al., 2024, p. 11), uno degli strumenti d'intervento della politica monetaria.

Lo studio di Bellavitis et al. (2024) parte da tre ipotesi fondamentali che vengono poi confermate dai dati:

- tassi di interesse alti portano a un aumento dell'attività di raccolta di capitali da investire;
- tassi d'interesse negativi aumentano l'attività di raccolta di capitale dei fondi da investire;
- più a lungo i tassi di interesse rimangono negativi, minore è l'impatto sulla raccolta dei fondi di *Venture Capital*.

Per poter spiegare al meglio la prima affermazione, è importante sottolineare che i finanziatori dei fondi di *Venture Capital*, ovvero i *Limited Partners*, investono in diverse tipologie di attività con diversi profili di rischio; l'investimento nei fondi di *Venture Capital* è, per loro, complementare agli altri *asset* meno rischiosi in cui hanno investito (Bellavitis et al., 2024, p. 11). Pertanto, essendo tale investimento più rischioso, i *Limited Partners* richiedono un rendimento maggiore (*risk premium*) che dipende dal rendimento degli altri *assets* che possiedono: se il *risk premium* non è tale da rendere l'investimento appetibile, gli investitori non sceglieranno di dare la propria liquidità a un fondo di *Venture Capital* (Bellavitis et al., 2024, p. 11).

In un momento in cui i tassi di interesse sono alti, il costo del debito per le imprese aumenta, rendendo il *Venture Capital* relativamente più economico e più attraente; in questo contesto, le imprese aumentano la domanda di finanziamenti verso i fondi di *Venture Capital* (Bellavitis et al., 2024, p. 24). Per questo motivo, a loro volta, i fondi aumenteranno la propria attività di raccolta di capitali per riuscire a soddisfare la domanda delle imprese (Bellavitis et al., 2024, p. 11).

L'osservazione empirica di Bellavitis et al. (2024) conferma tale ragionamento: in presenza di tassi allo 0% l'attività di raccolta dei fondi è stata di 145 milioni di dollari, mentre in presenza di tassi pari a 2,27% l'attività di raccolta è stata di 164 milioni di dollari.

La seconda affermazione sostiene che, nonostante un accesso al credito decisamente più favorevole per le imprese dati i tassi d'interesse negativi, l'attività di raccolta dei fondi di *Venture Capital* è in aumento (Bellavitis et al., 2024, p. 6). Ciò avviene in quanto nel sistema finanziario vi è una grande disponibilità di liquidità per via del basso costo della moneta e il rendimento di *assets* come le obbligazioni è negativo, per

cui gli investitori bilanciano di nuovo i propri portafogli a favore di *assets* più rischiosi (Bellavitis et al., 2024, p. 13). Inoltre, in presenza di tassi negativi, gli investitori istituzionali, lasciando il proprio capitale depositato in banca, viene eroso (Bellavitis et al., 2024, p. 12-13).

In presenza di questi presupposti, nonostante la scarsa domanda di *Venture Capital* da parte delle imprese dovuto a un basso costo del debito, i fondi tendono ad aumentare la propria attività di raccolta di capitale (Bellavitis et al., 2024, p. 14). Tale affermazione trova conferma nello studio empirico effettuato da Bellavitis et al. (2024), secondo cui in un contesto di tassi negativi l'attività di raccolta da parte dei fondi è aumentata del 102%, arrivando a 324 miliardi di dollari.

Riguardo all'impatto temporale di tassi di interesse negativi sull'attività di raccolta dei fondi di *Venture Capital*, dallo studio di Bellavitis et al. (2024, p. 15) emerge che esso sia sempre più basso all'aumentare del periodo in cui i tassi sono negativi. Questo si verifica in quanto gli investitori, motivati dal cambiamento dei tassi, hanno già effettuato gli investimenti e le imprese, avendo già raccolto capitale a sufficienza, non ne chiedono altro (Bellavitis et al., 2024, p. 15). Inoltre, se i tassi d'interesse negativi si protraggono nel tempo, gli investitori non li percepiscono più come un evento raro e non sono incentivati a intraprendere nuovi investimenti (Bellavitis et al., 2024, p. 15). L'evidenza empirica dello studio di Bellavitis et al. (2024), mostra che nei primi mesi di tassi negativi l'attività di raccolta capitali è di 159 milioni di dollari, dopo 20 mesi è di 660 milioni di dollari e dopo 24 mesi è di 579 milioni di dollari; è evidente un declino dell'attività di raccolta se il periodo in cui i tassi sono negativi si protrae a lungo.

Capitolo 4: Attività di M&A in presenza di tassi bassi o negativi: l'anomalia del Giappone

4.1 Gli strumenti convenzionali della politica monetaria della Banca del Giappone

Come le banche centrali degli altri paesi avanzati, la Banca del Giappone persegue l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi, quale presupposto fondamentale per la crescita economica e la stabilità macroeconomica (Shibamoto et al., 2021, p. 1226). Come riportato da Shibamoto et al. (2021, p. 1216), il Giappone è stato protagonista di un'elevata crescita economica mantenendo un'inflazione sostenuta nei tre decenni successivi agli anni 50 del '900; durante questo periodo, la politica monetaria della Banca del Giappone ha apportato un contributo importante allo sviluppo, garantendo un'adeguata offerta di credito e di moneta nonostante tassi di interesse elevati. Tuttavia, a partire dalla seconda metà degli anni 80 del '900, l'economia giapponese è stata vittima di un surriscaldamento sfociato poi nella bolla speculativa scoppiata nel 1990 con un drastico calo dell'indice borsistico giapponese che ha inaugurato una fase di stagnazione economica (Shibamoto et al., 2021, p. 1216).

4.1.1 Il tasso di sconto e la *window guidance*

Fino alla metà degli anni 90 del '900, il principale strumento convenzionale della politica monetaria è stato il tasso di sconto ufficiale, ovvero il tasso al quale la Banca del Giappone prestava denaro alle banche commerciali (Shibamoto et al., 2021, p. 1228). Attraverso questo strumento, l'autorità monetaria giapponese regolava il costo del credito interbancario, influenzando in maniera indiretta l'intera struttura dei tassi dell'economia (Shibamoto et al., 2021, p. 1228).

Inoltre, la Banca del Giappone affiancava un altro strumento, ovvero la *window guidance*: un meccanismo di indirizzo diretto del volume dei prestiti bancari (Shibamoto et al., 2021, p. 1219-1220). La *window guidance* prevedeva che le banche commerciali presentassero trimestralmente i propri piani di erogazione del credito, con successivi approvazione e monitoraggio della banca centrale; in questo modo, la Banca del Giappone possedeva un controllo diretto sulla quantità del credito erogato al settore privato (Shibamoto et al., 2021, p. 1220). Uno studio empirico di Shibamoto et al.

(2021, p. 1221) mostra come la *window guidance* non aveva un impatto significativo sull'equilibrio generale; la Banca del Giappone abbandonò tale strumento nel 1991, focalizzandosi maggiormente sulle operazioni di mercato aperto.

4.1.2 Il tasso *overnight* non collateralizzato come obiettivo operativo

A partire dalla seconda metà degli anni 80 del '900, con l'aumento della liberalizzazione e della deregolamentazione finanziaria in Giappone, l'autorità monetaria modificò il proprio approccio operativo (Shibamoto et al., 2021, p. 1222). Nel 1995 la Banca del Giappone, mediante le operazioni di mercato aperto, iniziò a guidare i tassi di mercato a breve termine; nel 1998 decise di utilizzare il tasso *overnight* non collateralizzato del mercato interbancario (*call rate*) come obiettivo operativo (Shibamoto et al., 2021, p. 1224). La Banca del Giappone influenzava tale tasso attraverso le operazioni di mercato aperto, regolando l'offerta di riserve detenute dagli istituti di credito e stabilendo un corridoio il cui limite superiore era fissato dal tasso di sconto ufficiale, mentre il limite inferiore era determinato dal tasso sulle riserve in eccesso (Shibamoto et al., 2021, p. 1227). Riguardo il meccanismo di trasmissione, un abbassamento del tasso *overnight* si riflette sull'intera struttura dei tassi di interessi a termine, riducendo il costo del credito per imprese e famiglie e stimolando investimenti e consumi; al contrario, un rialzo del tasso *overnight* rendeva il credito più costoso, con conseguente contrazione dell'attività economica (Shibamoto et al., 2021, pp. 1229-1230).

Secondo l'interpretazione di Leigh (2009, p. 5), la politica del tasso di interesse della Banca del Giappone degli anni 90 del '900 trova esplicazione da una regola di Taylor *forward-looking*; ciò indica che la banca centrale agisce sistematicamente in risposta alle condizioni macroeconomiche correnti, modulando il tasso nominale in funzione della deviazione dell'inflazione dal proprio obiettivo implicito e dall'*output gap*. In linea con questa regola, in risposta allo scoppio della bolla speculativa, la Banca del Giappone dal 1991 al 1995 abbassò il tasso *overnight* dall'8% allo 0,5% (Shibamoto et al., 2021, p. 1229). Inoltre, Shibamoto et al. (2021, pp. 1229-1230) mostrano l'esistenza di una relazione di lungo periodo tra il tasso di interesse a breve termine, la quantità di moneta in circolazione, il livello dei prezzi e la produzione industriale; ciò

evidenza come l'autorità monetaria, modificando il tasso *overnight*, influenza il costo opportunità di detenere moneta, inducendo variazioni nella domanda di liquidità e nelle condizioni di equilibrio del mercato monetario.

Tuttavia, nonostante la progressiva riduzione del tasso *overnight*, l'economia giapponese continuò a registrare una crescita dell'output e dei prezzi inferiore alle attese (Leigh, 2009, p. 3). Leigh (2009, p. 5) sostiene che tali performance deludenti dell'economia giapponese non siano da attribuire principalmente a errori straordinari di politica monetaria, ma a una serie di *shock* economici avversi che colpiscono il paese nel corso degli anni 90 del '900, come ad esempio il caso del tasso di interesse naturale che ostacolò la trasmissione degli impulsi espansivi dell'economia reale. Tale interpretazione è coerente con quanto riportato da Nagao et al. (2021, p.1), secondo i quali uno *shock* di politica monetaria restrittiva produce effetti significativi sulla produzione e sul tasso di inflazione anche in prossimità del limite inferiore zero dei tassi nominali, sebbene l'entità di tali effetti sia modesta per via del limitato margine di manovra disponibile alla Banca del Giappone.

In sintesi, gli strumenti convenzionali della Banca del Giappone (tasso di sconto, *window guidance* e tasso *overnight* non collateralizzato gestito tramite operazioni di mercato aperto) sono stati fondamentali fino alla fine degli anni 90 del '900, quando la progressiva discesa dei tassi verso lo zero ha reso necessario il ricorso a strumenti non convenzionali (Shibamoto et al., 2021, p.1224).

4.2 Le politiche non convenzionali della Banca del Giappone

4.2.1 Contesto e tipologia degli strumenti

A partire dagli anni 90 del '900, lo scoppio della bolla speculativa portò l'economia giapponese in una fase di stagnazione prolungata, caratterizzata da deflazione persistente e crescita anemica; in questo contesto, la Banca del Giappone si trovò nella necessità di ricorrere a strumenti di politica monetaria non convenzionali (Ueda, 2012, p. 1). In particolare, gli strumenti di politica monetaria non convenzionali adottabili in situazione di tassi d'interesse in prossimità del limite inferiore zero del tasso di interesse si dividono in tre tipologie (Ueda, 2012, pp. 2-3):

- *forward guidance* sui tassi di interesse futuri, ossia l'impegno pubblico a mantenere i tassi su livelli bassi per un orizzonte temporale definito, con l'obiettivo di influenzare i tassi di interesse a medio e lungo termine;
- acquisti mirati di *asset* (*targeted asset purchases*), i quali modificano la composizione del bilancio della banca centrale includendo attività non tradizionali; tale categoria si divide ulteriormente in:
 - QE1, ovvero acquisti in mercati temporaneamente disfunzionali al fine di ridurre i premi al rischio di qualità;
 - QE2, ossia acquisti in mercati normali con l'obiettivo di generare effetti di ribilanciamento dei portafogli;
- *Quantitative Easing* (QE0), il quale espande la dimensione del bilancio della banca centrale al di là del livello necessario per mantenere un tasso di *policy* uguale a zero, tramite acquisti di titoli di stato a breve termine.

4.2.2 La Zero Interest Rate Policy e il Quantitative Easing giapponese

Il primo strumento non convenzionale adottato dalla Banca del Giappone fu il *Zero Interest Rate Policy* (ZIRP), introdotta nell'aprile del 1999. Lo ZIRP consisteva sia nel portare il tasso di interesse a zero ma anche di mantenerlo a tale livello fino alla fine di tutte le preoccupazioni deflazionistiche, rendendolo a tutti gli effetti uno strumento di *forward guidance* (Ueda, 2012, p.4). Tale impegno ha prodotto effetti significativi sui tassi di interesse futuri attesi, abbassando i rendimenti a medio e lungo termine; difatti, sia Okina e Shiratsuka (2004) che Oda e Ueda (2007) mostrano che l'impegno della Banca del Giappone a mantenere un tasso di interesse pari a zero fino alla fine della deflazione ha influenzato in modo rilevante i tassi a medio e lungo termine (Ueda, 2012, p. 10). Lo ZIRP fu brevemente interrotto nell'agosto del 2000, ma lo scoppio della bolla tecnologica del 2001 costrinse l'autorità monetaria giapponese a tornare a politiche espansive (Ueda, 2012, p. 4).

In risposta alla crisi, nel marzo del 2001, la Banca del Giappone adottò il *Quantitative Easing* giapponese, il quale si articolava in tre pilastri fondamentali (Ueda, 2012, p. 4):

- la Banca del Giappone fissò come obiettivo operativo i saldi dei conti correnti (*Current Account Balances*, CAB) detenuti dalle banche presso la banca centrale, portandoli ben al di sopra delle riserve obbligatorie;
- si impegnò a mantenere tale politica espansiva fino al momento in cui il tasso di variazione dell'indice dei prezzi al consumo fosse tornato stabile su valori pari o superiori allo zero;
- aumentò progressivamente agli acquisti di titoli di stato giapponesi (*Japanese Government Bonds*, JGB).

Il *target* sul CAB fu innalzato da circa 5 trilioni di yen al momento dell'introduzione del QE giapponese fino a un intervallo di 30-35 trilioni di yen nel gennaio 2004; le variazioni nel CAB furono ottenute principalmente tramite operazioni di mercato aperto, tra cui gli acquisti di JGB, il cui ammontare mensile passò da 0,4 trilioni di yen nel marzo 2001 a 1,2 trilioni di yen nel maggio 2004 (Ueda, 2012, p.5). Oltre agli acquisti di JGB, la Banca del Giappone procedette anche all'acquisto di azioni, *asset-backed securities* (ABS) e titoli di stato indicizzati all'inflazione, al fine di contenere il rischio sistemico e ridurre i premi al rischio nei mercati disfunzionali (Ueda, 2012, pp. 5-6). Il *Quantitative Easing* giapponese fu terminato nel marzo 2006.

Negli anni 2007-2009 fu protagonista la crisi finanziaria globale, durante la quale la Banca del Giappone riprese il ricorso a strumenti non convenzionali; tra questi, l'espansione degli acquisti di JGB, operazioni di fornitura di fondi a tasso fisso e il *Comprehensive Monetary Easing* (CME), il quale includeva l'acquisto di una gamma di *asset* più ampia, comprendente *commercial papers* (CP), obbligazioni societarie, *Exchange Traded Funds* (ETF) e *Japanese Real Estate Investment Trust* (J-REIT) (Ueda, 2012, pp. 5-6).

4.2.3 Il *Quantitative* e *Qualitative Easing* e gli strumenti successivi

Una svolta rilevante nella politica monetaria della Banca del Giappone avvenne nell'aprile del 2013, con l'adozione del *Quantitative* e *Qualitative Easing* (QQE). Il QQE si distingue dai programmi precedentemente adottati per la sua portata e per la sua diversità dagli altri strumenti come JGB, ETF, J-REIT (Shirai, 2019, pp. 320-321). Come osservato da Aoki e Ueda (2025, pp. 588-589), le attività finanziarie della Banca

del Giappone in rapporto al PIL hanno raggiunto circa il 100%, un livello nettamente superiore a quello della Banca Centrale (30%) e della *Federal Reserve* (25% picco nel 2014). La Banca del Giappone ha acquistato JGB per circa 230 trilioni di yen tra il 2013 e il 2016; tali acquisti sono stati resi possibili dall'aumento delle emissioni nette di JGB da parte del Ministero delle Finanze (127 trilioni di yen) e dalle vendite da parte degli istituti di credito (96 trilioni di yen) (Shirai, 2019, p. 330).

Nel gennaio del 2016 fu introdotto il tasso di interesse negativo, portando il tasso applicato ai saldi in eccesso dei conti correnti bancari presso la Banca del Giappone a -0,1% (Shirai, 2019, p. 320). Aoki e Ueda (2025, p. 590) mostrano che i tassi di interesse negativi sono diventati tecnicamente possibili in quanto le frizioni nelle transazioni limitano l'arbitraggio con il contante, rendendo possibile portare i rendimenti nominali in territorio negativo entro certi limiti. Nel settembre del 2016, la Banca del Giappone introdusse lo *Yield Curve Control* (YCC), uno strumento che mirava a controllare non solo i tassi a breve termine, ma anche quelli a lungo termine, fissando un obiettivo per il rendimento dei JGB a 10 anni attorno allo 0% (Shirai, 2019, p. 328). Shirai (2019, p. 328) mostra come tale strumento rappresentò un chiaro distacco dal *framework* QQE originale, in quanto comportò l'abbandono del controllo quantitativo della base monetaria, uno dei pilastri fondamentali del programma; più in particolare, la Banca del Giappone abbandonò contestualmente le linee guida sulla scadenza media residua degli acquisti dei JGB, un altro dei pilastri della dimensione qualitativa del QQE (Shirai 2019, p. 329). Nel luglio del 2018, la Banca del Giappone ampliò la banda di oscillazione del rendimento del decennale giapponese a +/-0,20% e introdusse maggiore flessibilità negli acquisti di ETF, nel tentativo di rendere il programma più sostenibile e di mitigare gli effetti negativi sui margini delle istituzioni finanziarie, i quali erano emersi come una delle principali criticità del programma di allentamento monetario (Shirai, 2019, pp. 332-334).

4.2.4 Efficacia degli strumenti non convenzionali

Riguardo l'efficacia degli strumenti non convenzionali adottati dalla Banca del Giappone, le analisi empiriche effettuate mostrano risultati complessivamente positivi, seppur con delle sfumature. Per quanto riguarda l'effetto sui tassi di interesse a lungo

termine, l'evidenza empirica mostra che indipendentemente dalla tipologia di strumento non convenzionale adottato o dal momento storico, l'effetto principale è una riduzione significativa dei rendimenti a lungo termine (Aoki e Ueda, 2025, p. 603). Più in particolare, Sudo e Tanaka (2021) stimano che acquisti di JGB equivalenti al 10% del PIL abbiano abbassato i tassi a lungo termine di circa 0,14 punti percentuali, con l'effetto *stock*, legato all'ammontare totale di JGB detenuti dalla Banca del Giappone, che spiegherebbe oltre il 90% del calo complessivo dei rendimenti (Aoki e Ueda, 2025, p. 604).

Un'analisi condotta da Kubota e Shintani (2022) mostra che uno *shock* di allentamento monetario dell'1% abbia ridotto i rendimenti a 1 anno e a 10 anni rispettivamente di 0,12 e 0,43 punti percentuali (Aoki e Ueda, 2025, p. 602).

Riguardo ai prezzi degli *asset*, gli acquisti di ETF da parte della Banca del Giappone hanno prodotto effetti positivi sui prezzi azionari; difatti, uno *shock* inatteso di allentamento monetario dell'1% avrebbe causato un rialzo del Nikkei e del TOPIX rispettivamente del 15% e del 10% (Aoki e Ueda, 2025, p. 605). Inoltre, l'introduzione del QQE nell'aprile del 2013 portò a un deprezzamento dello yen del 3,6% nei confronti del dollaro statunitense e a un aumento del TOPIX del 2,7% (Aoki e Ueda, 2025, p. 605). Analogamente, Ikeda et al. (2024, p. 250) mostrano che la politica monetaria non convenzionale ha avuto effetti ritardati ma significativi sull'economia reale.

Invece, gli effetti sull'output e sull'inflazione risultano più limitati e misti; Aoki e Ueda (2025, p. 607), le stime degli impatti degli acquisti di JGB equivalenti a un aumento del 10% delle riserve bancarie variano da effetti statisticamente non significativi fino a circa il 3% per l'*output* e da effetti non significativi fino al 2% per l'inflazione, con un effetto mediano di circa 0,1%. Tale evidenza è in linea con quanto mostrato da Ueda (2012, p. 18), secondo cui nonostante alcuni effetti positivi sui prezzi degli *asset* e sui tassi di interesse a lungo termine, le misure adottate non sono state sufficientemente potenti da risollevare l'economia.

Nonostante la portata senza precedenti del programma, la Banca del Giappone non è riuscita a raggiungere il suo obiettivo del 2%, difatti il tasso di inflazione medio nel periodo 2013-2017 si è attestato allo 0,5% (Shirai, 2019, p. 335). Tale fallimento

riflette alcune debolezze strutturali dell'economia giapponese; più in particolare, la domanda delle famiglie è rimasta debole a causa della stagnazione dei salari reali, delle preoccupazioni per la vita in età avanzata e di aspettative di inflazione rigide verso il basso (Shirai, 2019, pp. 337-340).

4.3 L'attività di M&A in Giappone e il ruolo delle variabili economiche

4.3.1 Il contesto storico e istituzionale del mercato M&A giapponese

Per la maggior parte del dopoguerra, le imprese giapponesi hanno fatto raramente ricorso a fusioni e acquisizioni come strategia di crescita o mezzo di ristrutturazione aziendale (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 2). Il modello di governance aziendale giapponese ha rappresentato un freno strutturale all'attività di M&A: la presenza di partecipazioni incrociate tra imprese, le relazioni con le banche principali e la cultura aziendale fortemente specifica alle singole imprese rendevano le operazioni di fusione e acquisizione costose e socialmente complesse da realizzare (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 3).

A partire dalla fine degli anni 90 del '900, il mercato delle fusioni e acquisizioni in Giappone ha subito una trasformazione radicale: il ritmo delle operazioni di M&A, che si attestava attorno alle 500 transazioni annue durante quegli anni, ha iniziato a crescere sensibilmente a partire dalla fine di quel decennio, raggiungendo un volume annuale di 2725 transazioni nel 2005 (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 2). Il valore delle transazioni ha seguito un percorso analogo: da 25,3 miliardi di dollari nel periodo 1991-1997 è salito a 138,1 miliardi di dollari nel periodo 1998-2005 (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 2). Tale cambiamento è stato reso possibile principalmente da una serie di riforme legislative e istituzionali; più in particolare la revisione della legge antimonopolio nel giugno del 1997, che ha eliminato il divieto di costituzione di *holding companies*, così facilitando la vendita e l'acquisto di divisioni aziendali e consentendo la razionalizzazione delle operazioni di *back-office* post-fusione (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 6).

Nel 1999 è stato introdotto il sistema di trasferimento azionario, che consente la creazione di un'impresa *holding* capogruppo detenente il 100% del capitale di un'impresa, con la possibilità di emettere azioni a favore degli azionisti esistenti

(Arikawa e Miyajima, 2007, p. 7). Contestualmente, la legge per la rivitalizzazione dell'industria del 1999 ha offerto supporto fiscale e legale per i progetti di ristrutturazione aziendale certificati dal ministro competente (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 9). Inoltre, è di rilevante importanza il miglioramento degli standard contabili: a partire dal 1999, le imprese giapponesi sono state obbligate a pubblicare garanzie quali contrattuali e dal 2000 a redigere bilanci consolidati avvicinando i criteri di trasparenza agli standard internazionali (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 10). Infine, lo sviluppo di un'infrastruttura dedicata all'intermediazione di M&A ha giocato un ruolo importante nel ridurre i costi di transazione: dalla fine degli anni Novanta, banche d'investimento straniere e domestiche ma anche studi legali hanno espanso i propri servizi di *advisory* per le operazioni di M&A (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 11).

4.3.2 I determinanti delle operazioni di M&A in Giappone: shock reali e fattori finanziari

Nella letteratura accademica, le cause delle ondate di M&A sono generalmente ricondotte a due categorie principali: le forze dell'economia reale (approccio neoclassico) e le forze finanziarie (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 3).

Secondo l'approccio neoclassico, gli shock settoriali, sia positivi che negativi, sulla produttività e sulla redditività delle imprese costituiscono il principale motore dell'attività di M&A, in quanto le operazioni di fusione e acquisizione rappresentano uno strumento efficiente per riallocare le risorse (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 3). Gli shock positivi includono le innovazioni tecnologiche e generano economie di scala e di scopo, nonché le misure di deregolamentazione che facilitano l'ingresso in settori più redditizi (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 4). Sul versante finanziario, l'ampiezza della liquidità disponibile per le imprese acquirenti e il livello dei prezzi azionari dell'acquirente sono considerati fattori determinanti (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 4). Quando un aumento dei flussi di cassa porta a una crescita dei prezzi azionari, i vincoli finanziari dell'acquirente si allentano, il prezzo offerto all'impresa *target* aumenta e di conseguenza cresce l'offerta *target* sul mercato dell'M&A (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 4).

L'analisi empirica condotta da Arikawa e Miyajima (2007, pp. 19-20) utilizzano dati a livello settoriale per il periodo 1990-2004 evidenzia che l'ondata di M&A in Giappone è spiegata principalmente dal modello neoclassico. In primo luogo, il coefficiente della q di Tobin come *proxy* delle opportunità di crescita è significativamente positivo all'1%: ciò significa che i settori con maggiori opportunità di crescita tendono a registrare un'attività di M&A più elevata (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 19). In secondo luogo, il coefficiente dell'*Econshock*, ossia la deviazione della crescita delle vendite dalla media dei 5 anni precedenti, risulta significativamente negativo al 5%: ciò significa che il rapido calo delle vendite ha favorito l'attività di M&A (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 20). In terzo luogo, il coefficiente della deviazione standard dei rendimenti azionari settoriali, utilizzata come *proxy* per gli shock esogeni al settore, è significativamente positivo, confermando che periodi di elevata volatilità azionaria, che sono indicatori di *shock* negativi, stimolano l'attività di M&A (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 20).

Un'evidenza degna di nota è che, contrariamente a quanto osservato nel mercato statunitense, la liquidità aggregata a livello macroeconomico e il rialzo del mercato azionario non hanno avuto effetti positivi sull'attività di M&A in Giappone (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 20). In particolare, il coefficiente della base monetaria, utilizzata come *proxy* della liquidità macroeconomica, risulta sempre non significativo nelle stime condotte, portando gli autori a concludere che la liquidità di capitale a livello aggregato non costituisce un buon anticipatore dell'ondata di M&A giapponese degli anni 90 del '900 (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 20). Questo risultato si discosta da quanto riscontrato da Harford (2005) per il mercato statunitense, dove la liquidità di sistema riveste un ruolo determinante per il verificarsi delle ondate di fusioni.

4.3.3 Il ruolo del tasso di interesse e delle condizioni di politica monetaria

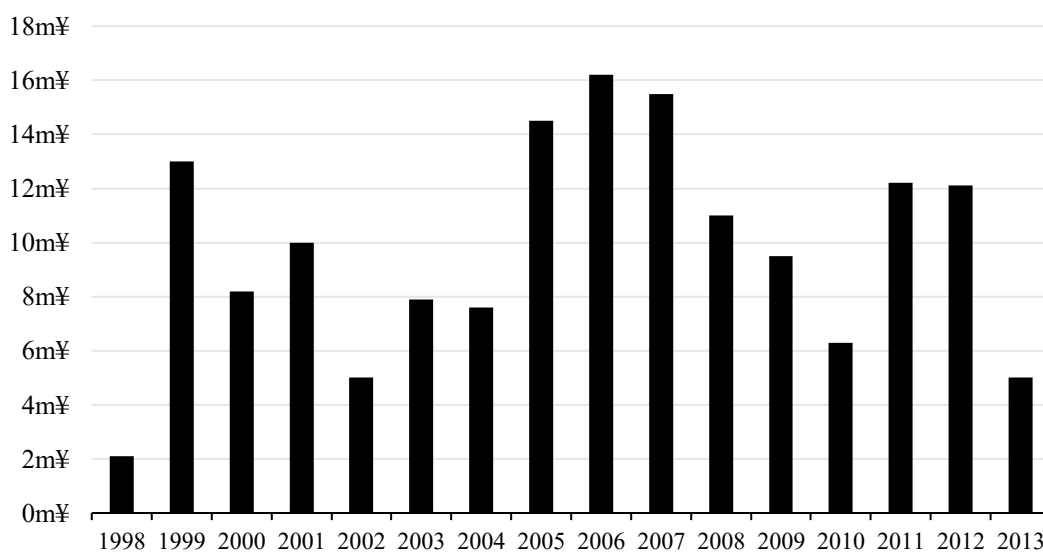
Il contesto di politica monetaria giapponese nel periodo analizzato è stato caratterizzato da tassi di interesse bassi; difatti, dalla fine degli anni 90 del '900 la Banca del Giappone ha adottato una politica dei tassi zero, con il rendimento del titolo di stato giapponese a 10 anni che si è mantenuto tra 54 e 259 punti base tra il 1997 e il 2013 (Hallberg, 2014, p. 20). Tale contesto rende l'analisi dell'impatto del tasso di

interesse sull'attività di M&A particolarmente complessa e peculiare rispetto agli altri paesi.

Hallberg (2014, p. 20) ha analizzato i dati mensili dal 1997 al 2013 riscontrando che il rendimento dei JGB a 10 anni presenta una relazione positiva e statisticamente significativa con il numero di operazioni di M&A completate mensilmente in Giappone. Tale evidenza è apparentemente in contraddizione con la teoria tradizionale, secondo cui tassi di interesse più bassi, riducendo il costo di finanziamento delle operazioni, dovrebbero incentivare l'attività di M&A (Hallberg, 2014, p. 23). A tal proposito, Hallberg (2014, p. 24) spiega che tale peculiarità è legata al contesto giapponese: poiché i tassi di interesse sono rimasti artificialmente bassi per l'intero periodo di analisi, essi non sono un fattore determinante nella decisione di intraprendere un'operazione di M&A. La variabilità del tasso contenuta, con una differenza di circa 205 punti base al massimo tra il valore minimo e il valore massimo, fa sì che il rendimento più elevato del periodo risulti comunque favorevole per il finanziamento delle operazioni (Hallberg, 2014, p. 24).

Il livello del debito pubblico risulta essere la variabile macroeconomica con il maggior potere esplicativo sull'attività di M&A giapponese (Hallberg, 2014, p. 30). L'espansione del debito pubblico riflette la sistematica politica di acquisto di *asset* da parte della Banca di Giappone: maggiore è l'acquisto di titoli da parte dell'autorità monetaria, maggiore è la liquidità immessa nel sistema, il che mantiene bassi i tassi di interesse e stimola le operazioni di investimento, tra cui quelle di M&A (Hallberg, 2014, p. 23). In altri termini, il debito pubblico funge da indicatore diretto dell'intensità della politica monetaria espansiva, il cui effetto sull'attività di M&A è mediato dal canale della liquidità.

La crisi finanziaria globale del 2008 ha avuto un impatto negativo sull'attività di M&A in Giappone; in particolare, nel periodo precedente al settembre 2008 il numero di operazioni e loro valore erano significativamente più alti rispetto al periodo successivo, come è anche visibile dai seguenti grafici (Hallberg, 2014, p. 23).



m ¥ indica milioni di yen.

Figura 4: Valore totale dei *deals* in Giappone dal 1998 al 2013.

Fonte: elaborazione dell'autore su dati da Hallberg (2014, p. 36).

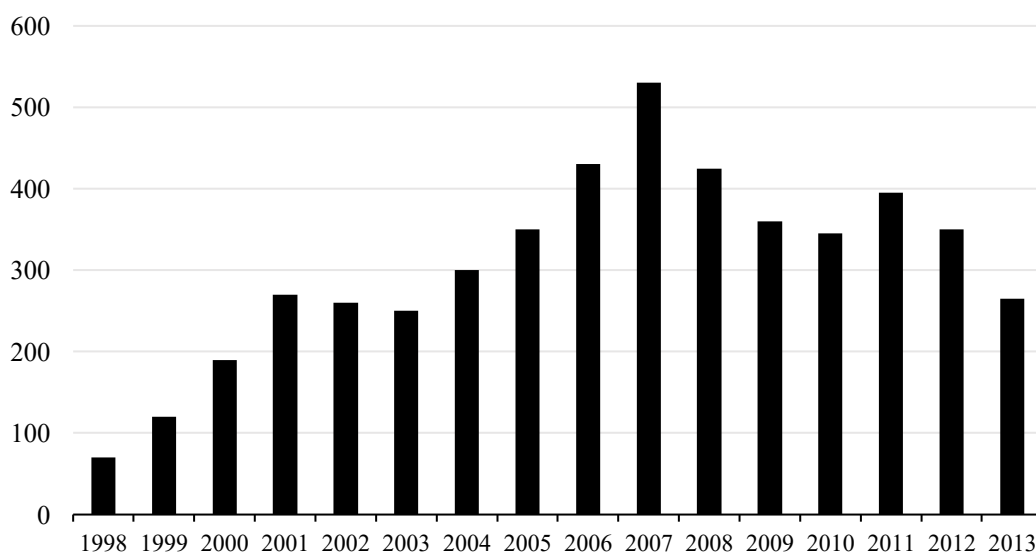


Figura 5: Numero totale dei *deals* completati in Giappone dal 1998 al 2013.

Fonte: elaborazione dell'autore su dati da Hallberg (2014, p. 37).

4.3.4 Il ruolo delle altre variabili macroeconomiche

Oltre al tasso di interesse e alla politica monetaria, l'analisi di Hallberg (2014) evidenzia il ruolo di ulteriori variabili macroeconomiche nell'influenzare l'attività di M&A in Giappone.

Il tasso di cambio yen/dollaro presenta una relazione negativa e statisticamente significativa con il valore totale delle operazioni di M&A: un rafforzamento dello yen rispetto al dollaro è associato a un aumento del valore complessivo delle transazioni (Hallberg, 2014, p. 25). Questo risultato è interpretabile come un effetto di composizione delle operazioni transfrontaliere: quando lo yen si apprezza, le imprese giapponesi acquisiscono maggiore potere d'acquisto nei confronti di imprese estere denominate in dollari, aumentando la propensione a effettuare operazioni di M&A in uscita (Hallberg, 2014, p. 25). Ciò è coerente con la letteratura sulle determinanti macroeconomiche dell'M&A analizzata nel capitolo 2, secondo cui il tasso di cambio è indicato come un fattore che influenza particolarmente le operazioni transfrontaliere in uscita (Ibrahim e Raji, 2018, p. 317).

Il livello del mercato azionario, misurato dal Nikkei 225, mostra una relazione negativa con il numero di operazioni di M&A: mercati azionari più costosi aumentano il valore delle imprese *target*, rendendo le acquisizioni più onerose per le imprese acquirenti, con conseguente effetto di deterrenza sulle operazioni (Hallberg, 2014, p. 25). Questo risultato si discosta dall'ipotesi *market-driven*, secondo cui un incremento del mercato azionario incentiva l'M&A stimolando le acquisizioni finanziate con scambio di azioni, confermando quanto riscontrato da Arikawa e Miyajima (2007, p. 19), ovvero che tale ipotesi non può essere applicata al contesto giapponese per le grandi imprese quotate.

Inoltre, il tasso di utilizzo della capacità produttiva risulta significativamente positivo nel breve periodo in relazione al valore totale delle operazioni: un'economia giapponese che opera a capacità produttiva più elevata è associata a un ambiente favorevole per le operazioni di M&A di maggior valore, in quanto le imprese dispongono di risorse sufficienti per perseguire operazioni di espansione (Hallberg, 2014, p. 27). Questo risultato è coerente con la letteratura sulla ciclicità dell'M&A, che associa i periodi di espansione economica a una maggiore propensione delle imprese a intraprendere operazioni di M&A (Becketti, 1986, p. 18).

4.3.5 Le caratteristiche delle imprese acquirenti e *target* nel mercato giapponese

A livello di singola impresa, l'analisi di Arikawa e Miyajima (2007) evidenzia che le imprese acquirenti tendono a essere imprese di grandi dimensioni, con elevate opportunità di crescita, misurate con la *q* di Tobin, e con una posizione finanziaria più solida (Arikawa e Miyajima, 2007, pp. 23-24). In particolare, il rapporto tra le disponibilità liquide nette e il totale degli *asset* risulta positiva e significativa all'1%: le imprese con maggiori fondi interni sono più propense a intraprendere operazioni di M&A come acquirenti (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 23). Questo risultato suggerisce che i vincoli finanziari rappresentano un fattore limitante per la partecipazione al mercato dell'M&A e la riduzione di tali vincoli, facilitata da condizioni di politica monetaria espansiva, può stimolare l'attività di M&A dal lato delle imprese acquirenti.

Al contrario, le imprese *target* tendono a essere più piccole e aventi basse opportunità di crescita, crescita delle vendite declinate e un maggiore grado di leva finanziaria (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 25). L'elevata leva finanziaria aumenta il rischio di insolvenza e induce una pressione sui manager verso l'accettazione di offerte di acquisizione (Arikawa e Miyajima, 2007, p. 25).

Questo schema, costituito da imprese ad alta *q* di Tobin che acquisiscono imprese a bassa *q*, è coerente con la *q-theory of mergers* di Jovanovic e Rousseau (2002), secondo cui le fusioni e acquisizioni rappresentano uno strumento di miglioramento dell'efficienza allocativa, in grado di trasferire conoscenze e *know-how* dalle imprese più produttive a quelle meno produttive.

Conclusion

Il percorso di analisi sviluppato nel presente lavoro ha permesso di approfondire il complesso rapporto tra politica monetaria, condizioni macroeconomiche e attività di *Mergers & Acquisitions*, evidenziando come le decisioni delle autorità monetarie e l'andamento delle principali variabili economiche influenzino in maniera sistematica le scelte di investimento delle imprese, dei fondi di *Private Equity* e *Venture Capital*. Inoltre, l'indagine ha messo in evidenza come il caso giapponese, caratterizzato da un contesto di tassi di interesse prossimi al limite inferiore zero per un periodo prolungato, presenti caratteristiche peculiari che si discostano in maniera significativa dalle dinamiche osservate nelle altre principali economie sviluppate.

Per quanto riguarda l'attività di M&A, le variabili macroeconomiche convergono verso un unico fattore esplicativo di fondo: la liquidità.

Il tasso di interesse, l'inflazione, il PIL, il tasso di cambio e il mercato azionario non agiscono come determinanti indipendenti, ma come molteplici manifestazioni della disponibilità di risorse finanziarie a disposizione delle imprese acquirenti. Pertanto, La *liquidity hypothesis* di Choi e Jeon si configura come la chiave interpretativa più convincente delle dinamiche osservate: ogni volta si verifica un aumento della liquidità o il potere d'acquisto delle imprese, l'attività di M&A si intensifica, indipendentemente dal canale specifico attraverso cui tale liquidità viene generata. Ciò è confermato dall'analisi di Harford riguardo le *merger waves*, la quale è in accordo con l'approccio neoclassico ma aggiunge la condizione necessaria di abbondanza di liquidità nel sistema.

Il confronto tra fondi di *Private Equity* e *Venture Capital* evidenzia come, pur condividendo una sensibilità di fondo alle condizioni di politica monetaria, i due tipi di veicoli reagiscano in maniera profondamente diversa ai cambiamenti dei tassi di interesse.

I fondi di *Private Equity* mostrano il seguente comportamento: una politica monetaria espansiva ne stimola l'attività di investimento, incentiva il ricorso alla leva finanziaria nelle operazioni di *Leverage Buyout* e spinge al rialzo i prezzi pagati per le imprese

target; al contrario, una politica monetaria restrittiva ne riduce il volume di operazione e aumenta la probabilità di abbandono dei *deals*.

I fondi di *Venture Capital*, invece, si comportano in questo modo: l'attività di raccolta di capitali aumenta sia in presenza di tassi elevati, sia in presenza di tassi negativi, in quanto i *Limited Partners* ribilanciano i propri portafogli a favore di *assets* più rischiosi alla ricerca di rendimenti positivi.

Pertanto, è evidente che le due tipologie di fondi presentano una differenza fondamentale: i *Private Equity* adattano il volume e le caratteristiche delle operazioni di investimento, mentre i *Venture Capital* modificano principalmente l'attività di raccolta di capitali. Inoltre, durante i periodi di crisi economica, i *Private Equity* confermano la propria resilienza e la propria capacità di sostenere le imprese in portafoglio attraverso un accesso privilegiato al credito e iniezioni di capitale; in tal modo si confermano come veicoli in grado di stabilizzare il sistema produttivo, ruolo che i *Venture Capital* non sono in grado di svolgere con la stessa efficacia per via della natura delle proprie imprese *target*.

Il caso giapponese si configura come una vera e propria anomalia rispetto alle dinamiche osservate nelle altre economie sviluppate. Il principale elemento di discontinuità è rappresentato dalla relazione positiva tra il rendimento dei JGB a 10 anni e il numero di operazioni di M&A, in netta contraddizione con l'analisi effettuata sulle economie del G7. Ciò si spiega, contestualmente al Giappone, dal fatto che in uno scenario in cui i tassi di interesse sono mantenuti artificialmente bassi per oltre due decenni e con una variabilità contenuta, il tasso di interesse perde potere e cessa di essere un fattore discriminante per le decisioni sulle operazioni di M&A.

Difatti, in tale contesto è il debito pubblico ad essere il principale indicatore dell'intensità della politica monetaria e della liquidità immessa nel sistema attraverso gli strumenti non convenzionali della Banca del Giappone; maggiore liquidità spinge al rialzo gli investimenti e anche le operazioni di M&A.

Inoltre, ci sono ulteriori elementi di differenziazione rispetto agli altri paesi sviluppati, come ad esempio la liquidità aggregata e il rialzo del mercato azionario; negli Stati Uniti sono fattori determinanti per l'insorgere delle *merger waves*, mentre in Giappone non sono significative e l'attività di M&A è spiegata principalmente da *shock* settoriali,

in linea con l'approccio neoclassico. Più in particolare, un rialzo dell'indice borsistico giapponese (Nikkei 225) è associato con una riduzione del numero di operazioni di fusione e acquisizione, riflettendo l'aumento del costo delle imprese *target* piuttosto che un effetto di stimolo alle acquisizioni finanziate con scambio di azioni.

In conclusione, l'analisi condotta dalla tesi consente di affermare che il rapporto tra politica monetaria e attività di M&A non si esaurisce in un meccanismo di causa effetto con al centro il tasso di interesse, ma si configura come un sistema più complesso in cui la liquidità rappresenta il vero filo conduttore; il caso giapponese ne è una conferma indiretta in quanto, nonostante il canale di trasmissione della politica monetaria all'attività di M&A si sposta dal tasso di interesse alla liquidità immessa attraverso acquisti di *assets*, la liquidità nel sistema economico rimane centrale per l'effettuarsi delle operazioni di M&A.

Bibliografia

- Alexandridis, G., Mavrovitis, C. F. e Travlos, N. G. (2011) “How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave”, *The European Journal of Finance*, 18(8), pp. 663-688
- Adra, S. (2015) “On mergers, monetary policy and output durability”, *Applied Economics Letters*, 22(6), pp. 461-465
- Adra, S., Barbopoulos, L. G., Saunders, A. (2019) “The impact of monetary policy on M&A outcomes”, *Journal of Corporate Finance*, 62, pp. 1-25
- Andrade, P., Breckenfelder, J., Fiore, F., Karadi, P., Tristani, O. (2016) “The ECB’s asset purchase programme. An early assessment”, *European Central Bank Discussion Papers*, no 1956
- Arikawa, Y. e Miyajima, H. (2007) “Understanding the M&A boom in Japan: What drives Japanese M&A?”, *RIETI Discussion Paper Series*, 07-E-042, pp. 1-6
- Aryoubi, A., Hildebrand, M. e Meser, M. (2020) “Quantitative Easing and Its Implications on Private Equity in the Euro Area”, *Journal of International Business and Economics*, 8(2), pp. 1-10
- Aoki, K. e Ueda, K. (2025) “Survey of the effects of unconventional monetary policy in Japan”, *The Japanese Economic Review*, 76, pp. 587-619
- Avalos, F., Hofmann, B. e Serena, J. M. (2026), “Monetary policy and private equity acquisitions: tracing the links”, *Bank for International Settlements*, Working Paper No. 1326, pp. 1-40
- Axelson, U., Jenkinson, T., Stroemberg, P. e Weisbach, M. (2013) “Borrow cheap, buy high?” The determinants of leverage and pricing in buyouts”, *Journal of Finance*, 68, pp. 2223-2267

Beckett, S. (1986) "Corporate Mergers And the Business Cycle", *Economic Review*, pp. 13-26

Bellavitis, C., Fisch, C. e Vismara, S. (2024) "Monetary policy and venture capital markets", *Review of Corporate Finance*, pp. 1-45

Bernanke, B. S. e Gertler, M. (1995) "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), pp. 35-40

Bernanke, B. S., Gertler, M. e Gilchrist, S. (1999) *Handbook of Macroeconomics*. Elsevier Science B. V.

Bernstein, S., Lerner, J. e Mezzanotti, F. (2019) "Private Equity and Financial Fragility during the Crisis", *The Review of Financial Studies*, 32(4), pp. 1309-1373

Boateng, G., Hua, X., Uddin, M., Du, M. (2014) "Home country macroeconomic factors on outward cross-border mergers and acquisitions: Evidence from the UK", *Research in International Business and Finance*, 30 (C), pp. 202-216

Bonaime, A., Gulen, H. e Ion, M. (2018) "Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions?", *Journal of Financial Economics*, 129(3), pp. 531-558

Chiriac, I. (2021) "The Impact of Economy on Mergers & Acquisitions in European Markets", *Journal of Financial Studies & Research*, pp. 1-8

Choi, S. H. e Jeon, B. N. (2011) "The impact of the macroeconomic environment on merger activity: evidence from the US time-series data", *Applied Financial Economics*, 21, pp. 233-249

Cloyne, J. et al (2023) "Monetary policy, corporate finance, and investment", *Journal of European Economic Association*, 21(6), pp. 2602-2632

Cushman, D. (1987) "The effect of real wages and labour productivity on foreign direct investment", *Southern Economic Journal*, 54(1), pp. 174-185

Fang, W. Et al. (2006) "Export Promotion through Exchange Rate Changes: Exchange Rate Depreciation or Stabilization?" *Southern Economic Journal*, 72(3), pp. 611-626

Friedman, M. (1968) "The role of monetary policy", *The American Economic Review*, 58(1), pp. 1-17

Gaiotti, E. e Generale, A. (2001) "Does monetary policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms", Working Paper No. 110, Banca Centrale Europea.

Hallberg, E. S. (2014) "Mergers & Abenomics: The Determinants of M&A in Japan's New Economy", *CMC Senior Theses*, paper 894, pp. 1-35

Harford, J. (2005) "What drives merger waves?", *Journal of Financial Economics*, 77, pp. 529-560

Harris, R., Robert, S., Jenkinson, T., Kaplan S. N. (2014) "Private equity performance. What do we know?", *The Journal of Finance*, 69(5), pp. 1851-1882

He, X. e Zang, J. (2018) "Emerging market MNCs' cross-border acquisition completion: Institutional image and strategies", *Journal of Business Research*, 93, pp. 139-150

Ibrahim, Y. e Raji, J. O. (2018) "Cross-border merger and acquisition activities in Asia: the role of macroeconomic factors", *Studies of Economics and Finance*, 35(2), pp. 307-329

Ikeda, D., Li, S., Mavroeidis, S. e Zanetti, F. (2024) “Testing the Effectiveness of Unconventional Monetary Policy in Japan and the United States”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 16(2), pp. 250-286

Jovanovic, B. e Rousseau, P. (2002) “The Q-Theory of Mergers”, *American Economic Association*, 92(2), pp. 198-204

Kwon, C. et al. (2019) “Monetary policy, social capital, and corporate investment”, *Journal of Economics and Finance*, 44, pp. 1-34

Kumar, D., Sengupta, K. e Bhattacharya, M. (2023) “Macroeconomic influences on M&A deal outcomes: An analysis of domestic and cross-border M&As in developed and emerging economies”, *Journal of Business Research*, pp. 1-10

Kummer, C. (2006) “Mergers & acquisitions in the pharmaceutical industry in South America: activity and strategic intentions”, *The institute for Business and Finance Research*, 1(1), pp. 172-196

Lavee, D., Beniad, G. e Solomon, C. (2011) “The Effect of Investment in Transportation Infrastructure on the Debt-to-GDP Ratio”, *Transport Reviews*, 31(6), pp. 769-789

Leigh, D. (2009) “Monetary Policy and the Lost Decade: Lessons from Japan”, *International Monetary Fund*, pp. 1-35

Li, D. e Zhang, X.B. (2018) “Empirical study on the impact of macroeconomics factors on Private Equity Investment”, *Era Finance*, (3), p. 2

Nagao, R., Kondo, Y. e Nakazono, Y. (2021) “The macroeconomic effects of monetary policy: Evidence from Japan”, *Journal of The Japanese and International Economies*, 61, pp. 1-10

Nguyen, N. H. e Phan, H. V. (2017) “Policy Uncertainty and Mergers and Acquisitions”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), pp. 613-644

Melicher, R. W., Ledolter, J. e D’Antonio, L. J. (1983) “A Time Series Analysis of Aggregate Merger Activity”, *The Review of Economics and Statistics*, 65(3), pp. 423-430

Mishkin, F. S. (1995) “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism”, *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), pp. 3-10

Mojon, B., Smets, F. e Vermeulen, P. (2002) “Investment and monetary policy in the euro area”, *Journal of Banking & Finance*, 26, pp. 2123-2126

Ribeiro, H. R. (2010) “The Missing Links of Mergers and Acquisitions Waves”, *The IUP Journal of Business Strategy*, 7(3), pp. 7- 17

Roberts, A., Wallace, W. e Moles, P. (2010) *Mergers and Acquisitions*. Edinburgh Business School

Rousseau, P. L. (2002) “The Q-Theory of mergers”, *American Economic Review*, 92(2), pp. 198-204

Sha, Y., Kang, C. e Wang, Z. (2020) “Economic policy uncertainty and mergers and acquisitions: Evidence from China”, *Economic Modelling*, pp. 590-600

Shibamoto, M., Takahashi, W. e Kamihigashi, T. (2021) “Japan’s monetary policy: a literature review and empirical assessment”, *Journal of Computational Social Science*, 6, pp. 1215-1254

Shirai, S. (2019) “Overview of the Bank of Japan’s unconventional monetary policy during the period 2013-2018”, *International Journal of Economic Policy Studies*, 13, pp. 319-345

Ueda, K. (2012) “The effectiveness of non-traditional monetary policy measures: the case of the bank of Japan”, *The Japanese Economic Review*, 63(1), pp. 1-22

Xu, W. (2025) “The Impact of Macroeconomic Indicators and Economic Fluctuations on Private Equity Investments”, *Highlights in Business, Economics and Management*, 63, pp. 187-195

Yagil, J. (1996) “Mergers and Macro-Economic Factors”, *Review of Financial Economics*, pp. 181-190

Yellen, J. L. (1996) “Monetary Policy: Goals and Strategy”. *National Association of Business Economists*. Washington, D. C., 13 marzo 1996

Sitografia

Banca Centrale Europea (2016) *Qual è il ruolo dei tassi di cambio*. Accessibile su: https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/role_of_exchange_rates.it.html (Consultato: 9 Marzo 2026)

Banca Centrale Europea (2021) *Come funziona l'allentamento quantitativo*. Accessibile su: https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/show-me/html/app_infographic.it.html (Consultato: 24 Marzo 2024)

Banca Centrale Europea (2026) *Politica Monetaria*. Accessibile su: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/tasks/monpol/html/index.it.html> (Consultato: 19 Febbraio 2026)

Borsa Italiana (no date) *Quantitative Easing: manovra monetaria oltre le politiche convenzionali*. Accessibile su: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/quantitative-easing-145.htm> (Consultato: 24 Marzo 2026)

Borsa Italiana (2020) *Cos'è l'inflazione? Significato, cause e calcolo dei tassi di inflazione*. Accessibile su: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/inflazione.htm> (Consultato: 10 Marzo 2026)

Carbonari, L. (2014) "Transmission mechanism of monetary policy", Bankpedia Review, 4(1), 25-29 pp. Accessibile su: https://www.assonebb.it/foto/BankpediaV4-1-LorenzoCARBONARI_25-29_1_2014.pdf (Consultato: 20 Febbraio 2026)

Espinoza, J. (2018) "Private Equity: flood of cash triggers buyout bubble fears", Financial Times, Accessibile su: <https://www.ft.com/content/3d13da34-f6bb-11e7-8715-e94187b3017e> (Consultato: 24 Marzo 2026)

Ferrando, A. et al. (2025) "Monetary policy transmission to investment: evidence from a survey on enterprise finance", Working Paper No. 3150, Banca Centrale Europea. Accessibile su:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp3150~46ca488196.en.pdf>

(Consultato: 24 Febbraio 2026)

Ireland, P. N. (2005) “The Monetary Transmission Mechanism”, Working Paper No. 06-1, Federal Reserve Bank of Boston. Accessibile su:

<https://www.google.com/url?esrc=s&q=&rct=j&sa=U&url=https://www.bostonfed.org/->

[/media/Documents/Workingpapers/PDF/wp0601.pdf&ved=2ahUKEwiWuvv_9eeSAxWZzglHHWMhLfwQFnoECAMQAg&usg=AOvVaw2bWnCNIEboh6n7aAUvgPUa](https://www.google.com/url?esrc=s&q=&rct=j&sa=U&url=https://www.bostonfed.org/-/media/Documents/Workingpapers/PDF/wp0601.pdf&ved=2ahUKEwiWuvv_9eeSAxWZzglHHWMhLfwQFnoECAMQAg&usg=AOvVaw2bWnCNIEboh6n7aAUvgPUa)

[Ua](https://www.google.com/url?esrc=s&q=&rct=j&sa=U&url=https://www.bostonfed.org/-/media/Documents/Workingpapers/PDF/wp0601.pdf&ved=2ahUKEwiWuvv_9eeSAxWZzglHHWMhLfwQFnoECAMQAg&usg=AOvVaw2bWnCNIEboh6n7aAUvgPUa) (Consultato: 20 Febbraio 2026)

Marcum LLP (2022) *Inflation's Impact on Private Equity Transaction*, Marcum LLP.

Accessibile su: <https://www.marcumllp.com> (Consultato: 21 Marzo 2026)

Wellington (2023) *Impact of higher interest rates on private equity*, Wellington.

Accessibile su: <https://www.wellington.com/en/insights/impact-of-higher-interest-rates-on-private-equity> (Consultato: 19 Marzo 2026)