



UNIVERSITA' CATTOLICA DEL SACRO CUORE

MILANO

Dottorato di ricerca in Mercati ed intermediari finanziari (MEIF)

ciclo XXI

S.S.D: SECS - P/11

**LA STRUTTURA PROPRIETARIA E LA CREAZIONE DI
VALORE NELLE OPERAZIONI DI AGGREGAZIONE DELLE
SOCIETÀ QUOTATE IN ITALIA**

Coordinatore: Ch.mo Prof. Alberto BANFI

Tesi di Dottorato di: Francesco Pisano

Matricola: 3480046

Anno Accademico 2008/09

“Gli azionisti sono stupidi e impertinenti: stupidi perché danno il proprio denaro a qualcun altro senza aver alcun controllo effettivo sull’uso che questa persona ne fa, impertinenti perché pretendono pure dei dividendi come ricompensa per la loro stupidità”

Carl Fürstenberg

Sommario

Introduzione	7
I. Operazioni di fusione e acquisizione	10
Le operazioni di M&A negli Stati Uniti e in Europa	10
II. Le operazioni di acquisizione: teoria ed evidenza empirica	15
Le operazione di acquisizione e la creazione di valore	15
Le motivazioni delle operazioni di acquisizione	15
La profittabilità delle operazioni di acquisizione	22
Principali determinanti dei risultati	27
Considerazioni conclusive	30
Il rapporto tra la struttura proprietaria e la creazione di valore	31
Gli studi sui mercati anglosassoni (Stati Uniti e Regno Unito)	34
Gli studi sui mercati europei	38
III. Rilevanza della “takeover regulation” sull’efficienza del funzionamento del mercato delle operazioni di acquisizione	46
Gli strumenti normativi	46
L’evoluzione dell’ordinamento italiano	51
IV. L’analisi dei CAR delle operazioni di acquisizione delle società quotate italiane	63
La struttura proprietaria e gli effetti sulle operazioni di fusione e acquisizione	63
Il campione di riferimento	66
La stima dei CAR delle società acquirenti	69
Variabili e relazioni attese	72
Analisi descrittive e analisi univariata	78
Analisi multivariata dei CAR	86
V. Conclusioni	91
Bibliografia	95
Appendice	107

Introduzione

I recenti e imponenti scandali finanziari internazionali, la crisi finanziaria globale e il conseguente disagio subito da numerosi risparmiatori hanno riaperto il dibattito accademico e l'interesse del legislatore sui temi legati alla *corporate governance* – in particolare per le società quotate – e sul tema dei conflitti di interesse.

Mentre nei paesi anglosassoni il conflitto d'interesse è dovuto all'esistenza di interessi divergenti tra manager e azionisti come conseguenza della proprietà azionaria molto dispersa, nei paesi dell'Europa continentale il conflitto si sposta tra gli azionisti di controllo e azionisti di minoranza (Faccio e Lang, 2002; La Porta e al., 1999).

Alla luce dell'introduzione della normativa del 1998 (cosiddetta legge Draghi), finalizzata ad una maggiore tutela dell'azionista di minoranza e della Direttiva Europea che regolamenta le operazioni di offerta pubblica d'acquisto, e considerato il sostenuto sviluppo dell'attività di acquisizione delle società europee negli ultimi dieci anni, l'obiettivo del presente elaborato è verificare se le caratteristiche della struttura proprietaria delle società quotate italiane hanno contribuito a incrementare la creazione di valore per tutti gli azionisti nelle operazioni di fusione e acquisizione effettuate dalle stesse società nel periodo dal 1998 al 2006.

In particolare si verifica se, in un contesto che era caratterizzato da un basso livello di *corporate governance*, con elevata concentrazione della proprietà, con presenza di strutture proprietarie piramidali e azioni senza diritti di voto, esiste una relazione tra la profittabilità delle operazioni di acquisizione per tutti gli azionisti e la struttura proprietaria della società *bidder*.

Si tratta di un tema da ricondurre alla letteratura in materia di profittabilità delle operazioni di fusione e di acquisizione, intesa come creazione di valore per gli azionisti delle società coinvolte, nel cui ambito sono presenti numerosi studi volti per l'appunto a verificare gli effetti delle

operazioni di acquisizione sulla ricchezza degli azionisti, al fine di identificare eventuali trasferimenti di ricchezza e le loro possibili spiegazioni. In particolare il presente lavoro muove dallo studio di Bigelli e Mengoli (2004) che, analizzando 228 operazioni di acquisizione annunciate da *bidder* italiane dal 1989 al 1996, riscontrano l'ipotesi di espropriazione a danno degli azionisti di minoranza.

A tal fine è stato considerato un campione iniziale di 319 eventi di fusione e di acquisizione relativo alle operazioni annunciate dal 1999 al 2006 da società italiane quotate; è stato quindi effettuato uno *standard event study* per stimarne la profittabilità e sono state inoltre raccolte e classificate le informazioni relative alla struttura proprietaria e all'azionariato della società *bidder*.

L'analisi empirica ha evidenziato in un *event period* di 60 giorni attorno all'operazione rendimenti anomali positivi associati al campione complessivo. Tuttavia la relazione tra la profittabilità delle acquisizioni e la struttura piramidale congiunta alla concentrazione della proprietà delle società *bidder* non è statisticamente significativa. Per il contesto italiano, come suggerito da Bianchi e Bianco (2006), tale risultato potrebbe essere dovuto al graduale passaggio dal controllo esercitato dall'organizzazione dei gruppi in forma piramidale al controllo di coalizione.

L'elaborato è organizzato come segue.

Nel primo capitolo si fornisce un quadro storico dell'andamento delle operazioni di acquisizione in diversi paesi, per collocare nel quadro di insieme il fenomeno oggetto d'analisi.

Nel secondo capitolo si ripercorrono gli studi sulle operazioni di fusione e acquisizione che, con riferimento alle tematiche rilevanti del presente lavoro, attengono a due aree: le motivazioni delle operazioni di acquisizione rispetto alla profittabilità per gli azionisti delle società coinvolte e il rapporto tra la struttura proprietaria e la creazione di valore delle operazioni.

Nel terzo capitolo dapprima si illustrano le ragioni per le quali la *takeover regulation* può incidere sull'efficienza del mercato delle operazioni di acquisizione e poi si ripercorre l'evoluzione del quadro normativo italiano in materia, con particolare attenzione - date le finalità del lavoro - alla portata delle variazioni introdotte dal T.U.F..

Nel quarto capitolo è presentata l'analisi empirica: dopo aver illustrato la definizione e la costruzione del campione e le modalità di analisi si descrivono nel dettaglio i risultati delle analisi statistiche svolte riconducendoli alla letteratura rassegnata al capitolo secondo.

Si presentano infine le considerazioni conclusive.

I. Operazioni di fusione e acquisizione

Le operazioni di M&A negli Stati Uniti e in Europa

Le operazioni di fusione e acquisizione tendono a verificarsi a ondate, generalmente a seguito di grandi cambiamenti economici, politici, legislativi o tecnologici e in momenti di espansione del ciclo economico.

Negli Stati Uniti la storia delle ondate di operazioni di fusione e acquisizione è molto densa ed è stata studiata a partire dal 1890: la prima ondata intervenuta negli anni '90 dell'800 fu chiamata "*the great merger wave*" da O'Brien (1988) o l'ondata di monopolizzazione da Stigler (1950), poiché fu caratterizzata dalla creazione di grandi società che consentì a queste ultime di ottenere larghe quote di mercato nei rispettivi settori.

Dopo l'interruzione della Prima Guerra Mondiale, le fusioni tra le società escluse dai monopoli generati nella prima ondata di operazioni segnarono il passaggio a un mercato tendenzialmente oligopolistico sino alla grande depressione del 1929.

La fine della Seconda Guerra Mondiale e, come osserva Eckbo (2008), la nuova normativa *anti-trust*, segnarono l'inizio dell'ondata degli anni '60, caratterizzata dalla creazione di conglomerati diversificati probabilmente finalizzati all'istituzione di un mercato di capitali interno per ridurre il costo del finanziamento delle società appartenenti al gruppo e per la stabilizzazione degli utili¹. L'ondata ebbe fine nel 1973 a seguito della recessione per gli *shock* petroliferi.

La successiva ondata, intervenuta negli anni '80, fu caratterizzata da un lato dal ridimensionamento e dalla razionalizzazione dei conglomerati inefficienti, dall'altro dall'introduzione di nuove tecnologie informatiche e di

¹ Himmelberg, Hubbard e Palia (1999), Maksimovic e Phillips (2002).

comunicazione²: queste ebbero molta influenza anche sulle piattaforme di scambio dei mercati finanziari e contribuirono a creare nuovi strumenti finanziari, migliorando l'accesso ai capitali e rendendo di conseguenza ulteriormente inefficienti i conglomerati diversificati. L'ondata terminò con la crisi finanziaria del 1987.

Le operazioni degli anni '90 rispondono invece all'esigenza di crescita esterna internazionale, tenuto conto del processo di globalizzazione dell'economia. Il valore delle operazioni di acquisizione è stato particolarmente elevato, in particolare negli anni dal 1998 al 2001, e il fenomeno ha interessato non soltanto gli Stati Uniti ma anche l'Europa e anche le società del continente asiatico: di conseguenza hanno avuto particolare rilievo le operazioni *cross-border*.

Una motivazione alla base dell'intensità delle operazioni di questi anni è il contributo rilevante dei settori delle nuove tecnologie, delle telecomunicazioni, dei *media* e bancario. I settori delle comunicazioni e dei *media* sono stati interessati dall'elevato sviluppo delle tecnologie nonché dalla esuberanza delle speculazioni finanziarie avvenute nel 2000 sulle imprese della cosiddetta *new economy*, mentre per il settore bancario la crescita è dovuta al processo di concentrazione iniziato negli anni novanta in seguito alla deregolamentazione del settore.

In Europa l'ondata degli anni '90 è stata influenzata dal cambiamento della situazione strutturale delle economie dei paesi, con riferimento ai cambiamenti normativi, al processo di unificazione e alle privatizzazioni. L'unificazione e la globalizzazione hanno contribuito a ridurre le barriere normative che limitavano in ciascun paese l'entrata di capitali e la contesa del controllo da parte delle società di altri paesi, quest'ultimo detenuto sostanzialmente da grandi *blockholders* e da famiglie di azionisti. Nonostante il controllo dei *blockholders* e delle famiglie sia tuttora significativamente

² Jensen (1986, 1993).

maggiore nelle società europee rispetto alle società statunitensi, con il passaggio generazionale e il nuovo contesto normativo si potrebbe favorire il mercato della contendibilità del controllo delle società quotate. Oltre alla composizione della struttura proprietaria, si evidenzia altresì un sostanziale protezionismo nei sistemi normativi che rendeva particolarmente complicate le acquisizioni operate da società straniere, soprattutto per alcune imprese in settori ritenuti d'interesse nazionale³ dai singoli governi⁴. I paesi europei sembrano infatti desiderare l'espansione all'esterno delle proprie società ma al contempo sembrano voler tamponare l'espansione delle società estere nei propri confini.

Un'altra motivazione alla base dell'ondata di operazioni di acquisizione in Europa degli anni '90 sono le numerose privatizzazioni societarie effettuate da molti paesi in diversi settori dell'economia: i governi hanno tentato in questo modo da un lato di stimolare le economie nazionali e dall'altro di recuperare fondi. Tale processo ha avuto come conseguenza la comparsa sul mercato di un cospicuo numero di potenziali società target.

³ E' il caso delle recenti operazioni dell'italiana Enel su Suez SA, che è stata sostanzialmente ostacolata dal governo francese che ha spinto per un'aggregazione con la società Gaz SA, o il caso dell'intromissione del governo spagnolo nell'acquisizione di Endesa da parte della tedesca EON, che ha inoltre richiamato l'attenzione della Commissione Europea.

⁴ La Porta e al. (1997,1998, 1999) e Faccio e Lang (2002).

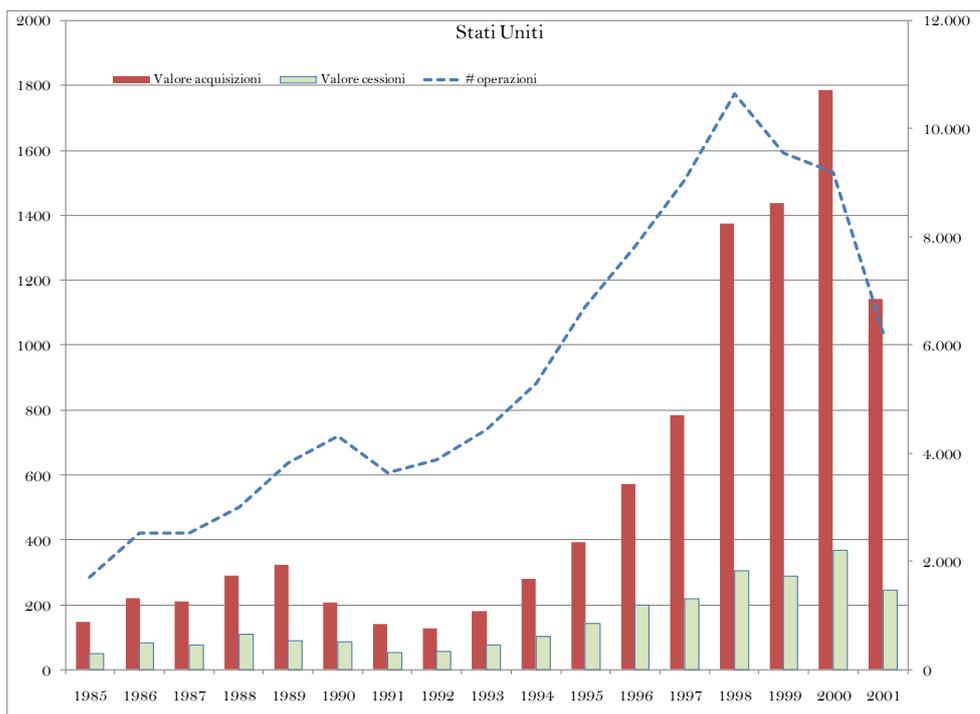


Figura 1. Valore delle acquisizioni, delle cessioni e numero di operazioni dal 1985 al 2001 negli Stati Uniti.

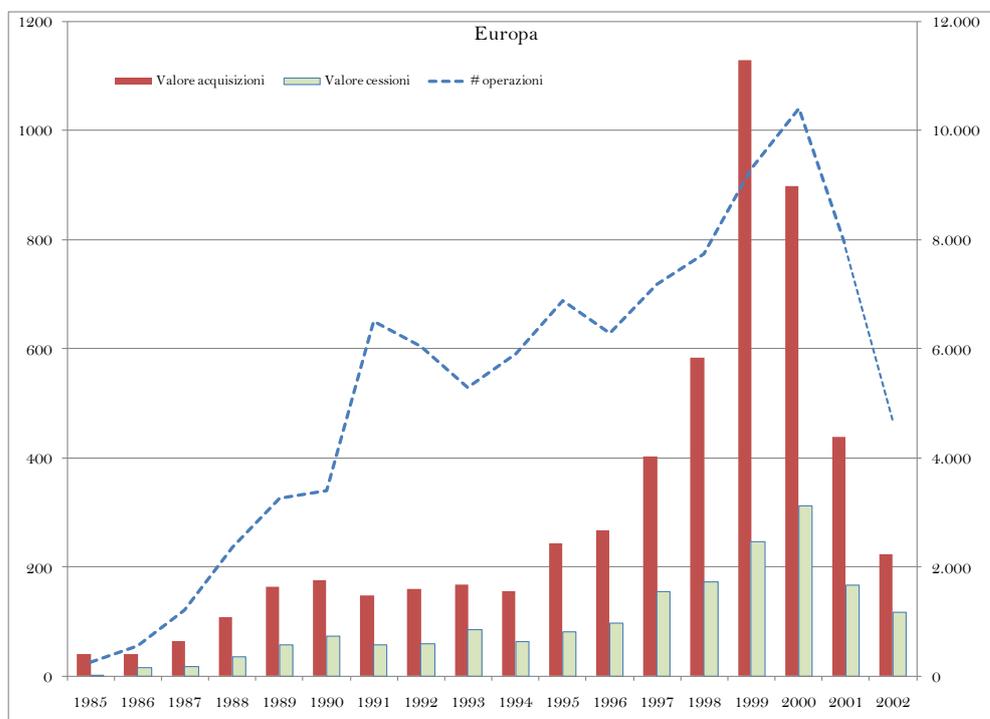


Figura 2. Valore delle acquisizioni, delle cessioni e numero di operazioni dal 1985 al 2001 in Europa.

Tabella 1. Valore delle acquisizioni, delle cessioni e numero di operazioni in Europa e negli Stati Uniti.

ACQUISIZIONI E FUSIONI - EUROPA			CESSIONI			CESSIONI / ACQ.	ACQUISIZIONI E FUSIONI - STATI UNITI			CESSIONI			CESSIONI / ACQ.
anno	numero	Valore (\$/mld)	numero	Valore (\$/mld)	%	anno	numero	Valore (\$/mld)	numero	Valore (\$/mld)	%		
1985	256	40	66	2	15	1985	1.713	148	767	50	34		
1986	553	40	142	16	40	1986	2.523	221	1.117	83	38		
1987	1.209	64	326	17	27	1987	2.517	211	1.014	77	36		
1988	2.356	108	602	36	33	1988	3.011	291	1.310	108	37		
1989	3.261	164	814	58	35	1989	3.828	324	1.660	89	27		
1990	3.407	175	1.228	73	42	1990	4.324	207	1.942	86	42		
1991	6.503	148	2.298	57	39	1991	3.642	141	1.829	54	38		
1992	6.056	159	2.267	59	37	1992	3.871	126	1.771	55	44		
1993	5.287	168	2.072	85	51	1993	4.436	179	2.052	77	43		
1994	5.902	156	2.063	63	41	1994	5.292	231	2.188	104	37		
1995	6.891	243	2.321	81	33	1995	6.706	391	2.598	143	37		
1996	6.281	267	2.274	98	37	1996	7.811	573	2.864	199	35		
1997	7.173	402	2.561	154	38	1997	9.059	734	2.970	219	28		
1998	7.744	534	2.421	173	30	1998	10.638	1.573	3.108	305	22		
1999	9.301	1129	2.828	246	22	1999	9.546	1.438	2.841	289	20		
2000	10.405	899	3.016	313	35	2000	9.183	1.786	2.648	368	21		
2001	7.855	439	2.562	167	38	2001	6.224	1.143	2.331	245	21		
2002	4.709	224	1.557	117	52								

La tabella si riferisce alle operazioni complete e con *target* europee (tabella a sinistra) e *target* statunitensi (tabella a destra). L'indicazione dell'anno fa riferimento alla data d'annuncio dell'operazione.

Fonte: *Creating value from mergers*, P. S. Sudarsanam (2003)

II. Le operazioni di acquisizione: teoria ed evidenza empirica

Gli studi sulle operazioni di acquisizione, con riferimento alle tematiche rilevanti ai fini del presente lavoro, attengono a due aree: le motivazioni delle operazioni di acquisizione rispetto alla profittabilità per gli azionisti e le società coinvolte sia rispetto alla struttura dell'operazione sia al valore creato dall'operazione.

Le operazioni di acquisizione e la creazione di valore

Le motivazioni delle operazioni di acquisizione

Numerosi sono i contributi⁵ che cercano di individuare i fattori che determinano le ondate e che trovano da un lato determinanti generali, comuni a tutte le ondate ma non sufficienti a spiegarle, dall'altro determinanti specifiche, relative a ciascun periodo storico.

In via generale la realizzazione di un'operazione di acquisizione dovrebbe muovere dalla ricerca della creazione del valore per gli azionisti che può intervenire attraverso:

- a) l'aumento della produttività e dell'efficienza o la riduzione e la razionalizzazione dei costi dei fattori produttivi derivanti dalle possibili sinergie o economie di scala;
- b) scelte di tipo industriale e strategico, come la ristrutturazione e la riorganizzazione delle risorse, l'allargamento del potere di mercato, la rapida acquisizione di conoscenze, brevetti e *know-how* operativi;

⁵ Rassegne dei numerosi studi sono elaborate da Jensen e Ruback (1983), Jarell e al. (1988), Bruner (2003). Le rassegne più recenti sono di Martynova e Renneboog (2008), di cui si segue l'impostazione nel presente capitolo e Eckbo e al. (2008).

- c) l'acquisizione delle quote di mercato dei *competitor* con un conseguente minor livello di competitività nel proprio settore;
- d) la sostituzione del management inefficiente che non riesce a ottimizzare l'utilizzo delle risorse delle società.

In questo quadro è possibile classificare le operazioni anche dal punto di vista strategico: i manager potrebbero decidere di aumentare la dimensione della propria impresa acquisendo società concorrenti (aggregazioni orizzontali) oppure di acquisire livelli della filiera produttiva integrando società a monte o a valle, razionalizzando in tal modo il processo produttivo dalle materie prime alla rete di vendita al consumatore (aggregazioni verticali), o più raramente – come avvenuto soprattutto nel corso dell'ultimo decennio – di effettuare operazioni di aggregazione con società con *core business* completamente differenti dal proprio, al fine di diversificare le componenti del profitto complessivo e dando così vita a grandi conglomerati.

Nel caso di aggregazioni orizzontali l'obiettivo teorico del management è il conseguimento di economie di scala derivanti dall'utilizzo comune di funzioni e strutture aziendali che possono essere centralizzate, generando una diminuzione dei costi totali e un recupero di redditività. In tal caso la quota di mercato complessiva post-operazione non dovrebbe subire sostanziali variazioni rispetto alla somma delle quote delle società prima dell'operazione⁶.

Nel caso di aggregazione verticale il management decide di estendere il controllo su parte o tutta la filiera produttiva, cercando in tal modo di ottenere una diminuzione di costo degli *input* della propria impresa o, ad esempio, inglobando la creazione di valore che si genera nelle diverse fasi del processo produttivo e distributivo.

In entrambi i casi – ma con maggiore probabilità nel caso di aggregazioni orizzontali – per verificare la creazione di valore, lo sfruttamento

⁶ Nel caso di conglomerati, operando in settori diversi, la quota nei singoli mercati non dovrebbe subire alcuna variazione.

di economie di scala o scopo nel periodo successivo all'operazione dovrebbe essere misurato empiricamente da un aumento della redditività. Similmente, nel caso di tagli ai costi dei fattori produttivi, la creazione di valore dovrebbe essere stimata – sempre nel periodo successivo – da un aumento dell'efficienza di costo.

Le motivazioni sopra citate dovrebbero portare a una crescita del valore della società *bidder* e di conseguenza, secondo le predizioni della teoria neoclassica in base alla quale i manager agiscono con l'unico obiettivo di massimizzare il valore per gli azionisti, ci si attende che la reazione del mercato a un annuncio di acquisizione sia positiva. Tuttavia numerosi studi⁷ presentano evidenze empiriche di non accrescimento, in media, del valore della società *bidder* a seguito delle operazioni di acquisizione. Nel corso degli anni sono state pertanto elaborate altre possibili spiegazioni teoriche alle ondate di acquisizioni che possono essere suddivise in quattro gruppi⁸:

- 1) la reazione a *shock* dell'ambiente economico;
- 2) la massimizzazione della funzione di utilità del management, (conflitto d'agenzia; Jensen e Meckling, 1976);
- 3) la *hybris* del management (*hybris hypothesis* di Roll, 1986);
- 4) le valutazioni del management sullo sviluppo dei mercati dei capitali (*market timing*, Myers e Majluf, 1984).

Con riferimento agli *shock* dell'ambiente economico, Gort (1969) e più recentemente Lambrecht (2004) teorizzano un'associazione tra i periodi di forti cambiamenti economici e le ondate di acquisizioni che in particolare essi associano ai cicli dei mercati di beni reali. Gort (1969), Nelson (1959), Mitchell e Mulherin (1996), Andrade e al. (2001), Andrade e Stafford (2004) notano che in molti casi le ondate seguono specifici *shock* settoriali, come la deregolamentazione di attività, l'aumento dei prezzi delle materie prime, le

⁷ Presentati di seguito.

⁸ Martynova e Renneboog (2008).

innovazioni finanziarie o la pressione di *competitor* esteri. Le ondate tendono inoltre a verificarsi in concomitanza di eventi quali grandi riforme legislative o variazioni della regolamentazione dei singoli settori (Shleifer e Vishny, 1991) e innovazioni tecnologiche (Jensen, 1993).

Altri studiosi ipotizzano che le onde si sviluppino in momenti di espansione economica e seguono il ciclo dei mercati finanziari: nelle fasi di rialzo dei mercati finanziari c'è una sopravvalutazione di breve periodo dei corsi azionari che potrebbe indurre i manager delle *bidder* a effettuare acquisizioni contro il pagamento in azioni proprie, momentaneamente sopravvalutate (modello di Shleifer e Vishny, 2003), o a sovrastimare i vantaggi attesi delle potenziali sinergie (modello di Rhodes-Kropf e Viswanathan, 2004). E' stata infatti osservata una correlazione tra i periodi di espansione e la crescita del *ratio market-to-book*, che per Rhodes-Kropf e al. (2005) costituisce la determinante delle ondate. Tuttavia per Harford (2005) si tratta soltanto dell'effetto dell'elevata liquidità del mercato, vera determinante sia delle ondate sia degli elevati valori di *market-to-book*. Secondo l'autore infatti l'origine delle onde è da rintracciare negli *shock* normativi o in *shock* di carattere industriale di ciascun settore, ma soltanto nei periodi in cui la disponibilità liquida è elevata o è agevole l'accesso a capitale a basso costo.

Una seconda categoria di spiegazioni per le operazioni che non creano valore per gli azionisti si fonda sul disallineamento di interessi causato dalla separazione tra proprietà e controllo nella struttura delle società (Jensen e Meckling, 1976; Jensen, 1986; Shleifer e Vishny, 1991). Nel caso anglosassone, i manager potrebbero essere interessati, ad esempio, ad ampliare le dimensioni della società e il perimetro di influenza semplicemente per incrementare la solidità del proprio potere personale o per scongiurare l'eventualità di scalate ostili o ancora semplicemente perché dispongono di liquidità in eccesso da investire. Nel caso dell'Europa Continentale, gli azionisti di maggioranza potrebbero avviare operazioni di acquisizione su società controllate dagli stessi e creare un gruppo piramidale nell'ambito del quale effettuare politiche di

depauperamento nei confronti delle società in cui hanno inferiori diritti proprietari, trasferendo in questo modo ricchezza all'interno dello stesso gruppo ma appropriandosi di parte della ricchezza degli azionisti di minoranza.

La terza categoria di spiegazioni, parzialmente sovrapponibile alla seconda, muove dalla tesi di Roll (1986), secondo il quale le operazioni che non creano valore per i *bidder* sarebbero causate dalla *hybris* del management, che sovrastima l'efficienza delle sinergie e delle economie di scala derivanti dalle acquisizioni. A questo filone sono riconducibili alcuni studi (Shugart e Tollison, 1984; Golbe and White, 1987; Clark e al., 1988; Person e Warther, 1997) che giungono al risultato secondo cui una determinante delle operazioni in esame potrebbe essere la "reazione oligopolistica", cioè la circostanza che i manager delle società di uno stesso settore tendono a imitare i comportamenti dei propri colleghi rivali per ragioni di competitività ma indipendentemente dal risultato atteso, innescando così una poco virtuosa reazione a catena. Tale evidenza è in linea con quanto sostiene Harford (2003, 2005), il quale osserva che, in un'ondata, le operazioni migliori sono seguite temporalmente da quelle peggiori⁹: i manager sono spinti dai successi dei concorrenti "*first movers*" e, cercando di eguagliare i benefici delle prime operazioni, li imitano incorrendo però nei *deal* rimanenti, che evidentemente sono i peggiori.

Al quarto gruppo di spiegazioni appartengono infine le teorie emerse in un recente filone di ricerca che, sulla base degli studi di Myers e Majluf (1984) e in accordo con Shleifer e Vishny (2003), motivano le operazioni in funzione dei periodi di rialzo dei mercati azionari, ipotizzando che i manager utilizzino le proprie azioni come moneta per l'acquisto di *asset* e società target. Tali teorie hanno trovato riscontro positivo negli studi empirici di Rhodes-Kropf e Viswanathan (2005) e Harford (2005).

⁹ Fenomeno noto come "*herding*".

Vi sono poi una pluralità di studi che si occupano di analizzare le ondate negli Stati Uniti nei diversi periodi storici riconducendole, ove possibile, ad una o più delle motivazioni sin qui illustrate.

Negli anni '60 il ciclo di acquisizioni era spinto dalla tendenza a creare conglomerati con elevata diversificazione del rischio, nonostante le evidenze empiriche mostrano che in genere le operazioni intraprese con tale finalità riducono il valore complessivo delle imprese (Loderer e Martin, 1990): Jensen e Murphy (1990) suggeriscono che anche in questo caso la spiegazione è da rintracciare nello scarso allineamento tra le *performance* aziendali e le retribuzioni dei manager che acuisce i problemi di agenzia. Shleifer e Vishny (1991), Donaldson e Lorsch (1993) e Jensen (1986, 1993) concordano sul fatto che, negli Stati Uniti, nelle onde precedenti agli anni '80, una minore attenzione nei confronti degli interessi degli azionisti aveva spinto i manager a focalizzarsi sui propri interessi dando vita a conglomerati diversificati che altro non erano che il risultato dell'accentuarsi dei problemi di agenzia: il management che disponeva di fondi in eccesso era incentivato ad effettuare acquisizioni, anche non profittevoli, finalizzate alla creazione di grossi imperi industriali, solidi, resistenti e diversificati.

Tuttavia la diversificazione dell'attività negli anni '60 poteva essere spiegata anche da altri fattori specifici: Williamson (1970) ipotizza che il minore sviluppo di mercati finanziari - e di conseguenza un accesso più limitato a nuovi capitali - comportò la creazione di un mercato dei capitali interno a ciascuna impresa, che pertanto aveva l'interesse di finanziare le attività che avevano bisogno di liquidità con quelle che ne fornivano, riducendo in tal modo anche il costo della raccolta.

Amihud e Lev (1981) osservano che la diversificazione delle fonti di reddito era inoltre finalizzata alla stabilizzazione degli utili, che garantiva la continuità del management e della società, e riduceva il rischio di bancarotta (Higgins e Schall, 1975). In realtà Lang e al. (1991) e Hardford (1999)

osservano che le società che effettuano operazioni di acquisizioni quando hanno capitale in eccesso non solo distruggono valore ma sono in seguito soggette, con maggiore probabilità, al rischio di essere acquisite.

Negli anni '80, l'introduzione delle nuove tecnologie di elaborazione e il miglioramento nella condivisione delle informazioni e nell'accesso ai capitali, svilupparono l'importanza di avere un mercato di capitali interno (Lang e Stulz 1994; Berger e Ofek, 1995). A riprova di tali osservazioni, il miglioramento dei meccanismi di controllo a favore degli azionisti e lo sviluppo degli investitori istituzionali avrebbe poi di fatto ribaltato la tendenza a partire dai cicli degli anni '80, spingendo verso una razionalizzazione dei conglomerati e una focalizzazione sul proprio *business*.

In questa fase molto rilevanti sono gli *shock* tecnologici e le conseguenti riallocazioni di risorse: lo smembramento dei conglomerati e la nascita di nuove tecnologie alimentarono l'ondata di operazioni degli anni '80, caratterizzato da acquisizioni di specializzazione e di razionalizzazione e da un elevato numero di offerte ostili (Jensen, 1986, 1988, 1993). Shleifer e Vishny (1991) collegano i due fenomeni, sostenendo che la genesi delle acquisizioni ostili di quel periodo dipende dal ritardo dei manager nel riconoscere i cambiamenti di scenario: pertanto gli scalatori si appropriarono delle società individuando il valore aggiunto estraibile dalle ristrutturazioni e dalle razionalizzazioni dei gruppi conglomerati creati in precedenza. Anche Mitchell e Mulherin (1996) sostengono che l'ondata degli anni '80 rappresenta proprio l'adattamento della struttura settoriale al cambiamento dell'ambiente economico e Jovanovic e Rousseau (2002) osservano che a seguito degli *shock* tecnologici avviene una riallocazione degli *asset* tra le società con una bassa *q* di *tobin* verso le società con alti valori, documentando l'importanza del trasferimento di risorse (umane e materiali) a seguito di cambiamenti tecnologici dell'economia.

Con riferimento all'ultima ondata, che ha inizio negli anni '90, Andrade e Stafford (2004) trovano che i fattori rilevanti non sono la razionalizzazione e il riassetto ma soprattutto l'elevato processo di crescita e la globalizzazione delle imprese. Con riferimento agli Stati Uniti e al Regno Unito, diminuisce il numero di operazioni ostili rispetto al decennio precedente, probabilmente perché da un lato nuove norme aumentano le armi anti-scalata a disposizione dei manager, dall'altro, come suggeriscono Holmström e Kaplan (2001), diversi meccanismi di *governance* ritenuti più efficienti – come le *stock options* e la maggiore e migliore presenza di investitori istituzionali – allineano gli interessi dei manager a quelli degli azionisti senza bisogno di interventi esterni.

La profittabilità delle operazioni di acquisizione

La scelta della metodologia di misurazione della profittabilità delle operazioni di acquisizione è fondamentale per la comprensione delle determinanti delle analisi empiriche. Gli studiosi suggeriscono quattro approcci¹⁰:

a) l'analisi dei rendimenti in eccesso delle società coinvolte nelle operazioni nell'intorno del periodo dell'acquisizione (*event study*)¹¹;

b) l'analisi delle variazioni di variabili contabili e finanziarie delle società coinvolte nelle operazioni, cioè il confronto tra i risultati del periodo antecedente e del periodo successivo all'evento con i risultati di società comparabili non coinvolte in operazioni di acquisizione¹²;

¹⁰ Bruner (2003).

¹¹ Fama e al. (1969); MacKinlay (1997); Kothari (2001).

¹² L'approccio contabile si focalizza sulle variabili ricavate da dati di bilancio. Le principali grandezze considerate sono infatti le variazioni degli indicatori di *performance* e di redditività, di indebitamento e di liquidità alla luce delle operazioni di acquisizione effettuate. Gli studiosi confrontano gli indici calcolati sui dati contabili e finanziari, corretti per l'andamento medio del settore (oppure stimati sia

c) le analisi effettuate sui risultati di statistiche basate su interviste standardizzate proposte ai manager delle società;

d) gli studi clinici, che seguono un procedimento logico-induttivo, e partendo dall'analisi dei dettagli di una o di un numero limitato di operazioni inferiscono considerazioni generali.

Nell'analisi empirica contenuta nel presente lavoro si utilizza la metodologia *event study*, ampiamente diffusa negli studi di finanza¹³ per osservare la profittabilità dell'operazione da diversi punti di vista: gli azionisti della società acquirente o quelli della società target (o entrambi) o alcuni *stakeholders* come i manager.

Con questa metodologia, si esaminano i rendimenti anomali del mercato nei periodi *pre* e *post* operazione, ovvero la parte di rendimento conseguito al netto del rendimento atteso dal mercato: i due rendimenti si eguagliano quando l'evento è conosciuto dal mercato e pertanto l'informazione già riflessa nei corsi azionari. Il rendimento atteso dal mercato è generalmente stimato dal rendimento di un indice di riferimento o dai rendimenti stimati con il *Capital Asset Pricing Model*.

Generalmente l'*event study* riguarda un periodo di tempo abbastanza limitato anche perché all'aumentare dei giorni *pre* e *post* evento aumenta anche la probabilità di effettuare stime distorte. Infatti non solo esistono numerosi problemi nei modelli statistici (Barber e Lyon, 1997; Eckbo e al., 1990) ma è molto probabile che in un lungo lasso temporale possano coesistere altri eventi straordinari che aggiungono nuove informazioni al mercato (si pensi ad

per le società che hanno effettuato operazioni nel corso dell'anno contabile sia per un campione di controllo composto da società che non hanno effettuato operazioni) e individuano le differenze statistiche significative tra i due gruppi al fine di valutare gli eventuali effetti dell'acquisizione. Anche questa metodologia presenta delle criticità: le poste del bilancio spesso sono il risultato di politiche contabili differenti e i diversi approcci alla contabilizzazione delle grandezze possono introdurre delle distorsioni sui risultati (Barber and Lyon, 1997; Fama, 1998; Barber et. al.,1999; Brav, 2000).

¹³ Per una rassegna completa della letteratura si rinvia a Meschi (2000), Bruner (2005), Weston e al. (2003), Martynova e Renneboog (2008) e Eckbo e al. (2008).

esempio all'annuncio degli utili, alla pubblicazione dei bilanci, alle dimissioni del management o semplicemente a un altro annuncio di acquisizione), modificando in tal modo le aspettative degli investitori e quindi i prezzi di mercato.

Come illustrato in seguito, le evidenze empiriche concordano sull'evidenza che la creazione di ricchezza è a favore degli azionisti della società target e degli azionisti della entità combinata (tabella in appendice). Gli azionisti delle *bidder* al più non subiscono variazioni di ricchezza (tabella in appendice).

Gli studiosi che hanno analizzato i rendimenti delle società target sono giunti a conclusioni tendenzialmente univoche: gli azionisti delle società target ottengono in media extrarendimenti positivi al momento dell'annuncio e nei giorni seguenti, in tutte le ondate di acquisizioni.

Con riferimento al solo periodo dell'annuncio, alcuni degli studi rispettivamente sul mercato statunitense ed europeo, che coprono il periodo delle diverse ondate, indicano che il CAR per gli azionisti della target per gli Stati Uniti è pari al:

- 29%, per il periodo 1963 – 1986 (Jarrell e Poulsen, 1989)
- 27% per il periodo 1971 – 1982 (Kaplan e Weisbach, 1992)
- 21% per il periodo 1990 – 1999 (Mulherin e Boone, 2000)

mentre per l'Europa è pari al:

- 24%, per il periodo 1955 – 1985 (Franks e Harris, 1989)
- 19%, per il periodo 1966 – 1991 (Danbolt, 2004)
- 13%, per il periodo 1990 – 2001 (Goergen e Renneboog, 2004).

In realtà il periodo interessato da rendimenti in eccesso è anche quello precedente all'annuncio, il che implica un anticipo dell'operazione da parte del mercato o la fuoriuscita di *rumors* o, se isolato, *insider trading*¹⁴.

Nel periodo a cavallo dell'annuncio (due settimane attorno all'evento) Bradley e Jarell (1988) e Bhagat e al. (2005) mostrano che, negli Stati Uniti, nelle diverse ondate il CAR aumenta dal 19% circa degli anni '60 al 32-45% del periodo anni 1990 – 2001, presumibilmente a seguito delle leggi più restrittive sull'*insider trading* adottate nel tempo.

Ci sono anche analisi relativi al periodo successivo all'annuncio le quali mostrano che i risultati dipendono da alcune caratteristiche specifiche: la natura ostile dell'operazione, la forma di pagamento in contanti e l'offerta diretta agli azionisti della target (*tender offer*) influiscono in maniera positiva sulla reazione del mercato (Schwert 1996, Frank e Harris, 1989) mentre il pagamento completamente effettuato in azioni della *bidder* influisce in maniera negativa (Andrade e al., 2001; Goergen e Renneboog, 2004).

In un recente studio sulle operazioni statunitensi dal 1980 al 2005, Betton, e al. (2008) trovano CAR positivi e significativi, sia per il periodo precedente (-4,1, -2) sia per il periodo dell'annuncio (-1; +1). Il CAR precedente all'annuncio è pari al 6,8% circa, mentre all'annuncio è pari al 14,6%. Gli autori inoltre sono in linea con gli studi precedenti con riferimento alla modalità di pagamento: le operazioni pagate in contanti evidenziano un risultato più elevato per gli azionisti della target.

Infine, con riferimento specifico alla struttura della proprietà, uno studio recentissimo di Bauguess (2008) esamina la relazione tra i CAR delle target e le caratteristiche della *ownership*. La presenza del management nel capitale della target ha un'influenza positiva mentre quella di investitori istituzionali attivi negativa. I risultati sono in contraddizione con quanto

¹⁴ Schwert (1996).

sostenuto da Grossman e Hart (1988) e Harris and Raviv (1988), poiché sembra che i manager non beneficino della loro posizione per espropriare gli azionisti di minoranza della target, ma condividono il premio dell'operazione.

Per quanto riguarda le società *bidder*, gli studi di Eckbo e al. (2008), di Martynova e Renneboog (2008) e di Bruner (2003), concordano nel riportare per tutte le ondate in media extrarendimenti non differenti da zero nel periodo dell'annuncio. Con riferimento alle diverse ondate di acquisizioni, i risultati non cambiano significativamente. Andrade (2001) in uno studio comparato, conferma che tutti i risultati delle differenti ondate sostanzialmente non hanno significatività statistica e non differiscono da zero.

La metà degli studi citati da Martynova e Renneboog (2008) riporta infatti CAR negativi nel periodo dell'annuncio (Betton e al. 2008; Moeller, Schlingemann e Stulz, 2005; Andrade e al., 2001; Walker, 2001; Mitchell e Stafford, 2000; Mulherin e Boone, 2000; Frank et al. 1991; Healy e al. 1992), mentre l'altra metà (Bradley e Sundaram, 2006; Goergen e Renneboog, 2004; Fuller, Netter e Stegemoller, 2002; Eckbo e Thorburn, 2000; Schwert, 2000; Loderer e Martin, 1990) riportano CAR pari circa a zero o leggermente positivi. Sebbene di scarso interesse, con riferimento invece al periodo precedente all'annuncio, il CAR è in media leggermente positivo.

Con riferimento agli studi più recenti sul mercato americano Moeller, Schlingemann e Stulz (2005) osservano che gli azionisti delle società *bidder* hanno perso circa 216 miliardi di dollari nelle operazioni dal 1991-2001, più di 4 volte rispetto al decennio precedente, avendo inoltre speso per le acquisizioni 6 volte di più.

In Europa, Goergen e Renneboog (2004), giungono alla conclusione che, per le società *bidder* europee, nel periodo 1993 – 2000, nei giorni dell'annuncio, i CAR sono significativamente positivi e pari allo 0,7%, mentre Campa e Hernando (2004), nel periodo 1998-2000, trovano CAR non differenti da zero nei giorni dell'annuncio per operazioni tra società quotate nei mercati

dell'unione Europea. Martynova e Renneboog (2006) trovano CAR significativamente negativi (-3%) in un *event period* di 120 gironi, 60 giorni prima e 60 dopo l'annuncio. Gli autori giustificano tale scelta sostenendo che il periodo tiene conto delle revisioni delle aspettative del mercato e quindi è una stima più completa dell'operazione di acquisizione.

Infine con riferimento alla profittabilità totale delle operazioni di acquisizione, si considera la redditività per gli azionisti della "società combinata", cioè la media delle due società. Al di là dei problemi causati dalle differenti dimensioni, negli studi sopracitati il CAR dell'annuncio è positivo; in media l'attività di acquisizione è positiva per gli azionisti della combinata e quindi per l'economia¹⁵.

Principali determinanti dei risultati

Tenuto conto degli obiettivi del presente lavoro rileva evidenziare le determinanti individuate dagli studiosi con riferimento degli effetti delle operazioni di acquisizione dal punto di vista delle società *bidder*.

Martynova e Renneboog (2008) e Bruner (2003) osservano che, al di là dei risultati comuni a tutti gli studi nelle ondate storiche, considerando il periodo successivo all'annuncio o il periodo complessivo (*pre*, *post* e annuncio) emergono differenze sostanzialmente riconducibili alle caratteristiche specifiche delle operazioni che spiegano una diminuzione dei CAR dei *bidder* della terza onda (1950-1973) e un aumento dei CAR dei *bidder* della quarta onda di acquisizioni (1981-1989). Tra le caratteristiche specifiche più rilevanti emergono: la dimensione delle società, la tipologia dell'offerta (ostile, acquisizione o fusione), la modalità di pagamento (in contanti, in azioni o

¹⁵ Bruner (2003).

mista), lo status della target (quotata o non) e la strategia industriale (diversificazione contro focalizzazione).

Con riferimento alla tipologia dell'operazione, Goergen e Renneboog (2004), similmente a Franks e al. (1991) e a Servaes (1991), osservano che la natura ostile dell'offerta riduce significativamente la ricchezza per il *bidder* (-2,5%). Tuttavia gli autori osservano altresì che le acquisizioni ostili sono presenti nel Regno Unito ma sono invece molto ridotte nell'Europa Continentale. L'esiguo numero di operazioni ostili è ragionevolmente dovuto alla struttura proprietaria delle società dell'Europa continentale, caratterizzata da un'elevata concentrazione¹⁶.

Sulla modalità di pagamento invece emergono evidenze contrastanti in funzione delle aree geografiche: gli studi sulle società americane tendenzialmente attestano che alle acquisizioni pagate in contanti sono associati CAR più elevati per i *bidder* rispetto alle operazioni pagate con proprie azioni (Moeller, Schlingemann e Stulz, 2005; Travlos, 1987). La modalità di pagamento infatti potrebbe rappresentare per il mercato un segnale che risolve l'asimmetria informativa sul valore di mercato con i manager. Pertanto il mercato potrebbe ritenere che un *bidder* che non paga in contanti consideri le proprie azioni sopravvalutate, come dimostra lo studio di Bradley e Sundaram (2006), in cui si osserva un significativo incremento del prezzo delle azioni dei *bidder* (nei 200 giorni che precedono l'evento) che pagano le acquisizioni in azioni proprie. Tale evidenza è smentita sui mercati europei da uno studio sulle acquisizioni effettuate tra il 1993 e il 2001: Goergen e Renneboog (2004) dimostrano che i CAR delle acquisizioni pagate in azioni sono significativamente superiori (+1%) a quelli delle operazioni pagate in contanti (+0,4%). Pertanto gli autori ritengono che il pagamento in azioni proprie non suggerisce al mercato che le azioni della *bidder* sono sopravvalutate, almeno nel periodo considerato.

¹⁶ Barca e Becht (2001).

Sulla strategia industriale, i CAR delle *bidder* che effettuano un'acquisizione per diversificare il proprio *business* sono significativamente inferiori rispetto a quelli che acquisiscono target del medesimo settore, sia per il mercato statunitense sia per il mercato europeo: pertanto la diversificazione distrugge valore (Berger e Ofek, 1995; Doukas e al., 2001). Lo studio di DeLong (2001) sulle acquisizioni tra banche trova che il valore del CAR aumenta del 2-3% se l'operazione è focalizzata sia geograficamente sia settorialmente. Anche Houston, James e Ryngaert (2001) concludono che nel settore bancario le sinergie aiutano a migliorare redditività più che a rendere efficiente la struttura dei costi, ma il mercato le valuta positivamente al momento dell'annuncio. Di converso la diversificazione non crea valore, dal momento che la capacità di diversificazione effettuata dal singolo investitore per la riduzione del rischio a livello di portafoglio è più efficace e meno costosa¹⁷.

Un'altra importante caratteristica riscontrata nelle acquisizioni migliori è la partecipazione del management al capitale del *bidder*. Il fatto che i CAR siano più alti al crescere della quota di azioni detenute dai manager suggerisce che i problemi di agenzia sono maggiori quando il management non partecipa al capitale (Healy e al., 1997; Agarwal e Mandelker, 1987).

Altre caratteristiche delle operazioni invece sembrano distrarre dalla creazione di valore per gli azionisti. In particolare il management di società in eccesso di liquidità potrebbe desiderare di espandere il proprio perimetro d'influenza investendo nell'acquisto di un'altra società (sia essa concorrente o di fornitori o di un altro settore) invece di distribuire dividendi¹⁸. Gli studiosi¹⁹

¹⁷ Berger e Ofek, 1995; Doukas e al., 2001.

¹⁸ A sua volta, una società con eccesso di liquidità potrebbe essere oggetto di aggregazione poiché il management acquirente potrebbe essere intenzionato a appropriarsi della liquidità della *target* per utilizzarla in altri investimenti ritenuti profittevoli o ancora a eliminare delle possibili inefficienze rendendo competitiva la struttura dei costi e riducendo gli sprechi.

¹⁹ Servaes (1991) Lang e al. (1991); Harford (1999); Bruner (1988); Jensen (1986).

concordano sulla distruzione del valore nelle operazioni effettuate da società in eccesso di liquidità.

Considerazioni conclusive

Dai numerosi studi e dalle analisi empiriche a disposizione emerge che non sempre le aggregazioni sono profittevoli²⁰; di conseguenza la massimizzazione del valore non può essere l'unica ragione alla base delle ondate di fusioni e acquisizioni avvenute negli anni. Gli azionisti della società target generalmente riescono ad estrarre maggior valore dall'operazione rispetto agli azionisti della società acquirente ma gli azionisti delle *bidder*, che intraprendono le operazioni, in media non aumentano la propria ricchezza.

Una possibile spiegazione è che i managers della società acquirente credono di potersi sostituire al vecchio management e migliorare la redditività della società acquisita ma in realtà peccano di tracotanza (la *hybris hypothesis* di Roll, 1986). Come illustrato, gli azionisti delle società acquirenti pagano un premio per l'operazione che spesso non è possibile recuperare facilmente nel tempo. Poiché sono i manager delle società acquirenti a intraprendere le operazioni di acquisizione, sembra che possano esistere motivazioni alternative alla massimizzazione del profitto per gli azionisti, dal momento che è frequente il trasferimento di ricchezza dagli azionisti della *bidder* a quelli della target.

Particolarmente rilevante in questo senso può essere la presenza di un conflitto di interessi che, come si illustrerà in dettaglio nel paragrafo successivo, può essere riconducibile ai problemi di agenzia che, come anticipato, ha natura molto diversa nei paesi anglosassoni (*market based*) e nei paesi dell'Europa continentale (*control based*) in relazione alle grandi difformità della struttura proprietaria dell'impresa.

²⁰ Tabella in appendice.

Il rapporto tra la struttura proprietaria e la creazione di valore

Come esaminato nel paragrafo precedente, l'analisi e la misurazione della creazione di valore a seguito di un'operazione di fusione e della ripartizione tra azionisti della società *bidder* e della società target è un argomento ampiamente discusso: considerata l'assenza di creazione di valore o, in taluni casi, la distruzione di valore per gli azionisti delle società *bidder*, in assenza di meccanismi di *corporate governance* adeguati è dunque possibile che il management effettui operazioni di acquisizione per ragioni differenti dalla massimizzazione del valore per gli azionisti: le teorie dell'agenzia (Jensen e Meckling, 1976), della *hybris* del management (Roll, 1986) e del *market timing* (Myers e Majluf, 1984) offrono quindi spiegazioni alternative.

In particolare, con riferimento alla teoria dell'agenzia, ci si concentrerà di seguito sugli aspetti legati alla separazione tra proprietà e controllo che potrebbero condurre alla creazione di conflitti di interesse.

Il ruolo della struttura proprietaria e della concentrazione del controllo (manager, *blockholders*, banche e fondi di investimento) è stato oggetto di diversi studi teorici ed empirici, determinati a verificarne l'influenza sulla *performance* della società, sulla crescita della ricchezza della società tramite le operazioni di fusione e acquisizione²¹.

Gli studi applicati al contesto statunitense e a quello inglese non sono però significativi per i mercati dell'Europa continentale dal momento che i sistemi di *corporate governance* sono diversi: Franks e Mayer (1994) descrivono due tipologie di strutture antagoniste: i sistemi *insider* e i sistemi *outsider*. Questi ultimi corrispondono alla descrizione offerta da Berle e Means (1932) del sistema statunitense, caratterizzato dalla proprietà dispersa tra un elevato numero di azionisti e dalla presenza di investitori istituzionali quali banche, fondi di investimento e pensione e compagnie di assicurazione; i primi invece,

²¹ Per la rassegna dei principali contributi si rinvia ai due sottoparagrafi successivi.

sono i sistemi in cui la proprietà è concentrata nelle mani di famiglie e gruppi industriali e in alcuni casi vede la presenza dello Stato²². La Porta e al. (1999), Claessens e al. (2000), Faccio e Lang (2002) e Dyck et al. (2004) suggeriscono che il principale problema al di fuori degli Stati Uniti e del Regno Unito non è il conflitto tra proprietà e management ma in realtà il rischio di espropriazione da parte dell'azionista di controllo alle spese degli altri azionisti.

La proprietà delle società nei mercati anglosassoni è infatti fortemente dispersa e il controllo è mantenuto dai manager: un eccessivo potere di questi ultimi (Becht e Mayer, 2001) potrebbe condurre alla perdita di ricchezza per gli azionisti a causa di operazioni non convenienti oppure finalizzate all'estrazione di benefici personali. Tuttavia fattori quali un'elevata partecipazione alla proprietà del capitale degli stessi manager o la presenza e l'attivismo di investitori istituzionali possono contribuire a bilanciare un eccessivo potere del management e a limitare i danni per gli azionisti. Gli investitori istituzionali hanno infatti avuto recentemente un ruolo crescente nell'esercizio del controllo interno in società quotate e in particolar modo i fondi pensione, che esercitano una maggiore pressione nei confronti del management attraverso *monitoring* attivo soprattutto sulle decisioni di acquisizione (Gordon e Pound, 1996). Inoltre, nell'ipotesi di funzionamento efficace del mercato per il controllo, un ulteriore controllo sull'operato del management e quindi un limite all'eccesso del loro potere è costituito dalla presenza credibile di potenziali scalatori: la minaccia di scalate ostili disincentiva il management a sprecare risorse e a estrarre benefici personali per non temere di essere deposti.

In Europa invece il management è diretta espressione dell'unico o dei pochi azionisti di riferimento (generalmente famiglie, singoli individui, gruppi industriali o bancari),²³ che concentrano il controllo spesso esercitato

²² Coerentemente con Barca e al. (1994) e La Porta (1997, 1998).

²³ Faccio e Lang (2002) riportano che il 50% delle società quotate europee è affiliato a gruppi industriali di matrice familiare.

attraverso strutture piramidali e azioni con differenti diritti di voto. Tale circostanza, associata alla presenza di partecipazioni incrociate e patti di sindacato (ricorrenti nelle società italiane²⁴), e alla pressoché assente attività di *monitoring* da parte degli investitori istituzionali, contribuisce a esasperare il divario degli interessi tra azionisti di controllo e tutti gli altri (Bianchi, Bianco, Enriques; 1998).

La genesi delle strutture piramidali può essere emblematica della volontà di trasferire ricchezza (profitti o immobilizzazioni) tra le unità controllate (c.d. *tunnelling*)²⁵. Ciò può avvenire in diversi modi: prezzi di trasferimento infragruppo non di mercato, politiche di remunerazione, acquisizioni finalizzate all'aumento del valore di altre società del gruppo private o più in alto nella catena del controllo.

Ancora, la presenza di manager scelti dal nucleo familiare (tradizione presente in alcuni principali gruppi industriali italiani) può avere un impatto molto negativo su una società, dal momento che il management potrebbe essere deficitario della adeguata preparazione e non avere gli stessi incentivi degli altri manager nel competere con successo sul mercato del lavoro²⁶.

Pertanto poiché le operazioni di acquisizione sono un passaggio critico per il trasferimento di ricchezza tra azionisti (siano essi della stessa società, dello stesso gruppo o appartenenti a società diverse), e poiché attraverso lo studio della ricchezza creata o distrutta è possibile analizzare l'eventuale espropriazione (Faccio e Lang, 2002), numerosi studi, che vengono rassegnati di seguito, hanno approfondito le analisi delle relazioni tra acquisizioni e struttura proprietaria.

²⁴ Per un'analisi sull'annuncio dei patti parasociali delle società italiane, *La reazione del mercato borsistico italiano ad annunci relativi a patti parasociali*, Bossi e Giudici, *working paper* (giugno 2006).

²⁵ Johnson e al. (2000).

²⁶ Peres-Gonzales (2001).

Gli studi sui mercati anglosassoni (Stati Uniti e Regno Unito)

Negli Stati Uniti Jensen e Meckling (1976) si occupano dello studio della concentrazione della proprietà integrando “*gli elementi della teoria dell’agenzia, dei diritti di proprietà e della finanza per sviluppare la teoria della struttura proprietaria dell’impresa*” e mostrano formalmente che l’allocazione di azioni tra il gruppo degli *insiders* (cui appartengono i manager) e il gruppo degli *outsiders* (tutti gli altri azionisti) può influenzare il valore della società, gettando così le basi per un filone di studi, sia teorico sia empirico, sulla relazione tra il valore di un’impresa (misurato dalle *performance*, dalla *q* di *tobin* o dalla variazione di valore in caso di operazioni di acquisizione) e le caratteristiche della proprietà.

Schleifer e Vishny (1986) si occupano delle quote possedute dai *blockholders*, formalizzando che, dal momento che questi usufruiscono in larga parte dei risultati delle operazioni di acquisizione, sono incentivati ad effettuare attivamente *monitoring* sul management. Secondo gli autori la conseguenza è che la presenza di grandi *blockholders* ha un effetto positivo sul valore di mercato delle società. Alla medesima conclusione giungono le analisi empiriche di Mikkelson e Ruback (1985), Holderness e Sheehan (1988), Barclay e Holderness (1990).

Stulz (1988) sostiene l’importanza del mercato per il controllo per disciplinare il management e per comprendere la relazione curvilinea tra il valore della società e la quota di controllo degli *insiders*: una bassa partecipazione del management infatti può rendere più probabile una scalata esterna a un premio basso ma al crescere della quota del management aumenta il premio da pagare per lo scalatore e diminuisce la probabilità di successo della scalata. Tuttavia quando la partecipazione del management giungerà a un valore prossimo al 50%, la probabilità di scalata esterna si azzererà e il valore della società si avvicinerà al minimo.

Morck e al. (1988, 1990) precisano che in realtà è vero che gli interessi dei manager si allineano agli interessi degli altri *shareholders* se i primi posseggono una quota di proprietà elevata delle società che dirigono, ma è anche vero che questo incentivo è controbilanciato dalla grandezza e dai vantaggi che possono ottenere dalla posizione di potere che occupano che tendenzialmente pone le basi per un aumento del conflitto di interessi. Il bilanciarsi di queste due forze determina l'influenza dell'*ownership* sul valore della società. Pertanto non è possibile *a priori* stabilire una relazione tra la concentrazione della proprietà e il valore delle società, ma è necessaria una analisi empirica.

Demsetz e Lehn (1985) regrediscono il tasso di crescita dei profitti di società americane quotate su diverse misure di concentrazione di proprietà e non trovano alcuna relazione. Gli autori concludono che la concentrazione della proprietà è determinata da altri fattori e che non esiste relazione tra concentrazione e *performance*.

Pound (1988) invece testa tre differenti ipotesi per giustificare la relazione tra performance e *ownership*: l'efficiente monitoraggio, il conflitto di interessi e l'allineamento strategico. La prima ipotesi è che gli investitori istituzionali hanno maggiori competenze e sostengono costi inferiori, di conseguenza possono effettuare un *monitoring* attivo. La seconda ipotesi, suggerisce che i manager e gli istituzionali hanno interessi comuni per altre relazioni d'affari con la società e che quindi votano all'unisono. L'ultima ipotesi è che le due parti trovano in qualche modo conveniente cooperare invece di scontrarsi. Le ultime due ipotesi di conseguenza predicono una relazione negativa tra *ownership* e *performance*. Pound trova riscontro nella prima ipotesi e cioè che gli investitori effettuano attivamente *monitoring* sul management delle società in cui detengono importanti partecipazioni.

McConnell e Servaes (1990) analizzano la relazione tra la struttura proprietaria e il valore delle società stimato dalla q di *Tobin*, analizzando sia le quote detenute da *insiders*, dagli investitori istituzionali e dai *blockholders*

generici. Trovano una relazione curvilinea tra il valore della società e la presenza di *insiders*: la curva sale sino a quote pari al 40-50%, poi inizia a scendere, coerentemente con quanto teorizzato da Berle e Means (1932) e da Jensen e Meckling (1976) e con i risultati empirici di Morck e al. (1988). Inoltre confermano l'ipotesi di monitoring efficiente degli istituzionali di Pound (1988).

Akhigbe e al. (1997) propongono uno studio sugli effetti di lungo periodo dell'attivismo degli *shareholders* esperti e, in linea con Nesbitt (1994), concludono che, pur se gli *shareholders* attivi sostengono da soli il costo del *monitoring*, il tornaconto è comunque positivo e maggiore rispetto ai costi sostenuti. Gli *shareholders* passivi beneficiano dell'attivismo degli altri *shareholders* e sono essenzialmente *free riders*. Sostengono inoltre che per il complesso degli *shareholders* è più auspicabile, considerati i risultati, un'attività di *monitoring* efficace che la minaccia di *takeover* ostili che possono innescare sistemi di difesa da parte del management molto spesso in conflitto con gli interessi degli stessi *shareholders*.

Duggal e Millar (1999) propongono invece uno studio del fenomeno attraverso l'analisi del rendimento ottenuto dell'acquirente nel caso di operazioni di fusione e acquisizione sul mercato americano, ma l'analisi non soltanto non conferma l'importanza degli investitori istituzionali nelle decisioni relative alle operazioni di crescita esterna, ma rivela che gli istituzionali non aumentano l'efficienza del mercato del controllo, confermando invece le argomentazioni di Demsetz e Lehn (1985). In definitiva gli autori pongono molti dubbi sulle presunte superiori abilità di selezione e di *monitoring* degli investitori istituzionali.

Altri studi sulle operazioni di acquisizione (Lewellen e al., 1985; Mitchell e Lehn, 1990; Brown e Maloney, 2000) mostrano l'esistenza di una relazione positiva tra la quota di controllo degli *insiders* e gli extrarendimenti delle società *bidder*.

Chen e al. (2007) considerano un'analisi di costi-benefici e sostengono che all'aumentare della grandezza e della durata delle partecipazioni degli investitori istituzionali i costi del *monitoring* si riducono progressivamente grazie all'effetto delle economie di scala; la dimensione della partecipazione facilita anche l'accesso alle informazioni che emergono dai consigli di amministrazione e alle decisioni dei manager.

Nel recente studio di Cornett, Marcus e Saunders (2007), si analizza la relazione tra la presenza degli investitori istituzionali e la *performance* delle società partecipate utilizzando diverse misure, sia contabili sia di mercato, ed emerge una relazione positiva tra l'attività di *monitoring* e le *performance*, soprattutto nel caso di coalizioni di voto tra consiglieri indipendenti, manager con incentivi di partecipazione al capitale e investitori istituzionali.

In conclusione per le società dei paesi anglosassoni, caratterizzate da conflitti di interesse tra azionisti e manager, non emerge una particolare relazione tra la concentrazione del controllo e la *performance* delle società, che sembra avere invece una relazione con la partecipazione degli *insiders* soprattutto se allineata a *blockholders* quali gli investitori istituzionali²⁷. Una sintesi dei risultati, che introduce le analisi sui mercati europei, è offerta da Sanchez-Ballesta e Garcia Meca (2007). Gli autori effettuano una meta-analisi degli studi precedenti e forniscono una descrizione degli aspetti più critici delle analisi sul tema della relazione tra proprietà e valore. I risultati complessivi indicano che nei paesi dell'Europa Continentale, con un sistema basato sulla concentrazione del controllo, è significativa l'influenza dei *blockholders*. Ciò potrebbe quindi alleviare il problema d'agenzia ma resta da valutare l'ipotesi di espropriazione a scapito degli azionisti di minoranza, che è più probabile nel caso in cui siano presenti diluizioni della proprietà. Nei paesi anglosassoni, invece, l'influenza dei *blockholders* è scarsa ma appare più importante la partecipazione al capitale degli *insiders*.

²⁷ Come sintetizzato nella meta analisi di Sanchez-Ballesta e Garcia Meca (2007).

Gli studi sui mercati europei

Alcuni studi imponenti sul mercato europeo hanno evidenziato la differenza del problema dei conflitti d'agenzia derivante dalla separazione tra controllo e proprietà nelle società quotate europee rispetto a quelle americane (Faccio e Lang 2002; La Porta e al., 1999). I risultati mostrano anche in molti paesi sviluppati, localizzati nell'Europa Continentale, che il controllo delle società quotate è concentrato su pochi azionisti di riferimento, spesso famiglie, singoli individui o gruppi industriali.

Tale circostanze sono più critiche laddove esistono fenomeni quali la diffusione di un sistema di controllo piramidale e la presenza di strumenti finanziari che prevedono la possibilità di raccogliere nuove risorse pur non alterando il grado di controllo effettivo della società, come le categorie di azioni che danno diritto soltanto a dividendi e non conferiscono poteri di voto (per l'Italia, Bianchi, Bianco e Enriques, 1998).

Con riferimento alla situazione italiana il problema di agenzia e del conflitto di interesse appare anche di maggiore rilevanza, concretizzandosi nel controllo concentrato nelle mani di pochi gruppi familiari. Il contesto normativo italiano precedente al 1998 non prevedeva inoltre una piena tutela degli azionisti di minoranza e di conseguenza è possibile che tale problema si sia riversato sullo sviluppo e sulla crescita delle imprese nel sistema. La situazione singolare dell'Italia è presentata dalle analisi empiriche di diversi autori (Faccio e Lang, 2002; La Porta e al. 1997, 1998, 1999; Zingales, 1994, Bigelli e Mengoli, 2004; Caprio e Croci, 2008, Mengoli e al., 2009) che hanno evidenziato come, negli anni precedenti al 1998, a un livello di protezione degli azionisti di minoranza insufficiente e inferiore rispetto agli altri paesi

corrisponda anche una maggiore criticità del fenomeno delle espropriazioni²⁸ e un maggior valore dei diritti di voto rispetto ai diritti di proprietà.

L'apertura del mercato e la necessità di competere con imprese di dimensioni sempre più grandi sta conducendo però alla necessaria diminuzione dell'influenza dei gruppi di potere, anche se lo sviluppo della struttura proprietaria sembra essere rimasto inalterato. Il rischio per le società italiane è che se il cambio generazionale non dovesse favorire una rinuncia al controllo dei gruppi familiari, si potrebbe osservare un forte rallentamento della crescita. Da un lato è infatti necessario garantire la crescita nel sistema economico e quindi lo sviluppo delle società attraverso l'afflusso di capitali e quindi del risparmio, dall'altro è opportuno che le risorse siano gestite in maniera efficiente e che non siano oggetto di sprechi o di espropriazioni e distrazioni da parte di chi le amministra o, come nel caso italiano, di chi le controlla²⁹.

Come osservato in precedenza, i contributi degli studi sui mercati anglosassoni che cercano di spiegare la profittabilità delle operazioni delle società *bidder* alla luce della struttura proprietaria, considerate le evidenti diversità, sono scarsamente applicabili³⁰ anche a causa del diverso sistema di *corporate governance*.

La valutazione delle operazioni di acquisizione per il *bidder* è quindi particolarmente interessante in questo contesto, proprio per la capacità di rivelare la reazione del mercato a quelle che potrebbero essere pratiche di

²⁸ Come si vedrà di seguito, negli anni successivi al 1998 tale situazione dovrebbe essere stata mitigata dall'introduzione della legge Draghi, che aveva come obiettivo una riforma sostanziale della tutela degli azionisti di minoranza.

²⁹ Si vedano a tal proposito Zingales (1994) e Caprio e Croci (2008).

³⁰ Lang e Faccio (2002) fanno notare che tale circostanza è spiegata non soltanto dalla proprietà non diffusa e concentrata nelle mani di pochi gruppi industriali a matrice familiare o della scarsa presenza di investitori istituzionali ma anche da governi e normative storicamente conservatori e protezionistici e conseguentemente dal minore funzionamento del mercato per il controllo.

trasferimento della ricchezza, aumento del prestigio o della posizione dei manager, consolidamento e rafforzamento del controllo³¹.

Per comprendere la relazione tra la creazione di valore per la società *bidder* nelle operazioni di fusione e acquisizione e la concentrazione o la tipologia della proprietà sono quattro i principali contributi sui mercati europei che, come si vedrà, giungono a conclusioni differenti: da una parte Faccio e al. (2005) sul contesto europeo, Holmen e Knopf (2004) sul mercato svedese, Buysscheart, Dellof e Jegers (2004) sul mercato belga; dall'altra parte Bigelli e Mengoli (2004) sul mercato italiano. Inoltre, in recenti lavori, Mengoli e al. (2009) e Caprio e Croci (2008) analizzano i cambiamenti nell'estrazione di benefici privati nella concentrazione delle società italiane a seguito della riforma del T.U.F. del 1998³² e Caprio e al. (2008) indagano sull'influenza della quota di proprietà e dell'identità degli azionisti di controllo sulla decisione di prendere parte a un'operazione di acquisizione sia come *bidder* sia come target.

Faccio e al. (2001)³³ introducono e motivano l'utilizzo dello studio delle operazioni di acquisizione per analizzare se gli azionisti di riferimento delle società europee utilizzano le operazioni di acquisizione per appropriarsi di benefici privati drenando ricchezza agli altri azionisti. Su un campione di 1.450 annunci di acquisizione di società quotate dal 1997 al 2000 in 13 paesi europei e controllate almeno al 20% da una famiglia (o un gruppo familiare) gli autori non riescono a rigettare l'ipotesi nulla di ripartizione equa tra tutti gli azionisti della ricchezza creata dalle operazioni.

Gli autori forniscono due possibili spiegazioni: da un lato è possibile che il mercato abbia anticipato l'espropriazione inglobando già l'informazione nel

³¹ Zingales (1994), Caprio e Croci (2008), Mengoli e al. (2009).

³² La riforma sarà trattata ampiamente nel capitolo successivo.

³³ Faccio, Mara, Lang, Larry H.P. and Young, Leslie S.F., Dividends and Expropriation (Luglio 2000). AFA 2001; New Orleans; EFMA Athens 2000. [Http://ssrn.com/abstract=222428](http://ssrn.com/abstract=222428) or DOI: 10.2139/ssrn.222428.

prezzo; dall'altro è possibile che lo strumento delle acquisizioni non sia quello prescelto dai gruppi familiari per effettuare espropriazioni nei confronti degli altri azionisti. Una terza spiegazione infine potrebbe essere che la forte presenza di *extra-legal institutions*, (Holmen e Knopf, 2004; Dyck e Zingales, 2004) come la stampa o l'opinione pubblica, abbia di fatto sopperito alla mancanza legislativa, rendendo l'espropriazione troppo onerosa in termini di reputazione.

Lo studio di Holmen e Knopf (2004) riguarda il mercato svedese, caratterizzato anch'esso da fenomeni di separazione tra controllo e proprietà, azioni con differenti diritti di voto e strutture piramidali e partecipazioni incrociate, quindi da una scarsa tutela degli azionisti di minoranza. Come conseguenza di tale struttura gli autori trovano che l'esistenza di due categorie di azioni influenza negativamente i rendimenti della società *bidder* mentre aumenta quelli della *target*; inoltre aumenta la probabilità di operazioni di diversificazione che in genere distruggono valore. Gli autori sostengono che le "extra-legal institution" (in questo caso la stampa, la *tax compliance* e i costumi sociali) riescono a scoraggiare i trasferimenti di ricchezza dagli azionisti di minoranza a quelli di controllo coprendo le mancanze della *corporate governance*.

Anche in Belgio la struttura proprietaria è caratterizzata da gruppi piramidali e partecipazioni incrociate che causano una separazione tra controllo e proprietà. L'analisi di Buysscheart, Dellof e Jegers (2004) verifica il potenziale trasferimento di ricchezza tra le società alla base della piramide verso quelle situate più in alto, dove la diluizione della proprietà è minore, il che configurerebbe un'espropriazione di ricchezza ai danni degli azionisti di minoranza. Essi in realtà trovano una reazione positiva e significativa sia per gli annunci di vendita sia per quelli di acquisto di partecipazioni da società all'apice del gruppo piramidale verso società al fondo (15 operazioni). Inoltre analizzano anche gli acquisti e le vendite di partecipazioni annunciati da società al fondo della piramide verso società esterne al gruppo (26 operazioni)

e non trovano evidenze significative; pertanto queste ultime operazioni non sembrano influenzare la ricchezza degli azionisti di minoranza, mentre le operazioni infragruppo sembrano aumentarla. Gli autori forniscono infine una spiegazione per i loro risultati: contrariamente a Bigelli e Mengoli (2004), che per l'Italia, come si dirà a breve, ottengono il risultato opposto confermando l'ipotesi di espropriazione, le operazioni belghe tra il 1996 e il 1999 probabilmente erano finalizzate proprio a creare una struttura più trasparente, contrariamente a quelle italiane. Tuttavia, sebbene l'ipotesi di espropriazione sembri non confermata, bisogna tener conto delle dimensioni molto ridotte dei campioni utilizzati (15 e 26 operazioni rispettivamente).

Lo studio di riferimento sul mercato italiano, preso a base per le analisi di cui al presente lavoro, è di Bigelli e Mengoli (2004) ed è condotto su 228 operazioni annunciate da *bidder* italiane dal 1989 al 1996. Gli autori verificano sul mercato italiano se al crescere del livello di separazione tra proprietà e controllo aumenta l'estrazione di benefici privati degli azionisti di controllo a scapito degli azionisti di minoranza. L'ipotesi è che se gli azionisti esercitano il controllo della società a fronte di una quota più piccola dei diritti di proprietà, in caso di un'operazione che erode valore essi subiranno soltanto una quota della variazione negativa del valore. Pertanto, dal momento che in presenza di alcune condizioni non sfavorevoli³⁴ le operazioni di acquisizione sono un'ottima occasione per effettuare trasferimenti di valore tra azionisti anche appartenenti alla stessa società o allo stesso gruppo³⁵, gli autori esaminano attraverso la metodologia *event study* la reazione di mercato sul titolo della società *bidder* nel periodo attorno all'annuncio, analizzando inoltre le differenze per le operazioni in cui sono presenti società con azioni con diritti di voto differenti e per le operazioni infragruppo.

³⁴ Ad esempio in presenza di un sistema fiscale e una normativa non avversi o senza costrizioni *non-legal* (Dyck e Zingales, 2004).

³⁵ Faccio e Masulis (2005).

Gli autori trovano che le operazioni dei *bidder* italiani creano valore per gli azionisti, ma trovano anche riscontro dell'ipotesi di espropriazione. Infatti le operazioni peggiori sono più probabili quando il grado di separazione tra controllo e proprietà dell'azionista di controllo è maggiore, mentre le migliori operazioni sono annunciate da società di dimensioni più piccole e con *performance* passate più elevate. Ancora gli autori, in linea con McConnell e Servaes (1990), trovano una relazione non monotona tra la quota di diritti di proprietà dell'azionista di controllo e la reazione del mercato, a dimostrazione che a una certa quota di controllo (circa il 44%) l'effetto di *entrenchment* prevale sull'allineamento degli interessi.

Le analisi sui due sottocampioni relativi alle operazioni infragruppo e alle operazioni di società con azioni di risparmio restituiscono i risultati ipotizzati. Con riferimento alle operazioni infragruppo, gli autori distinguono tra le operazioni “*up*”, in cui la controllata acquista una terza società sussidiaria da un'altra del gruppo (5 osservazioni) e le operazioni “*down*”, in cui è un'altra società del gruppo ad acquistare una terza società sussidiaria dalla controllata (14 osservazioni). La reazione di mercato è negativa (CAR60³⁶ pari a -6,7%) nelle operazioni “*down*”, indicando che il prezzo dell'acquisizione è maggiore rispetto al valore di mercato, mentre è positiva (CAR60 pari a +6,53%) nelle operazioni “*up*”, indicando che il prezzo dell'acquisizione è inferiore al prezzo di mercato. Questa evidenza è significativa e conferma l'ipotizzato trasferimento di ricchezza verso le società più in alto nella piramide, dove la proprietà è meno diluita.

Anche con riferimento alla reazione di mercato sulle azioni delle società *bidder* con e senza diritti di voto, le differenze sono interpretabili come valore aggiunto dei benefici privati attesi: la reazione è positiva (CAR60 pari a +0,48%) per le azioni con diritti di voto e negativa (CAR60 pari a -4,41%) per quelle senza.

³⁶ CAR calcolato nei 60 giorni [-30; +30] attorno all'annuncio (t=0).

Pertanto gli autori giungono alla conclusione che le operazioni di acquisizione nel mercato italiano, caratterizzato da controllo concentrato e da scarsa protezione degli azionisti di minoranza, sono sub-ottimali almeno sino al 1997. Restano da indagare, secondo gli autori, gli effetti delle riforme della *corporate governance* del 1998 e del 2004, di cui si parlerà nel prossimo capitolo, che mirano ad aumentare il livello di protezione degli azionisti di minoranza.

A tal proposito, Mengoli e al. (2009), trovano che in Italia la riforma del 1998 ha avuto un notevole impatto. Dall'analisi dei diritti di proprietà e di controllo gli autori evidenziano che è aumentata sia l'importanza degli azionisti di minoranza sia la partecipazione degli investitori istituzionali ed è invece diminuita la separazione tra diritti di voto e diritti di proprietà. Tuttavia non c'è stato un impatto sulla riduzione dei diritti di voto da parte degli azionisti di controllo che sono rimasti saldamente tali.

Anche Caprio e Croci (2006), che analizzano in Italia dal 1974 al 2003 le determinanti del premio di controllo, trovano che la modifica normativa del 1998 è favorevole agli azionisti di minoranza, poiché è negativamente e significativamente associata al premio di controllo. Il premio di controllo rappresenta infatti una *proxy* per misurare i benefici privati del controllo (Zingales, 1994) ed è stimato come differenza relativa di prezzo tra le azioni senza diritto di voto e le azioni con diritto. Gli autori trovano inoltre che questo è associato alle caratteristiche dell'azionista di controllo ed è maggiore quando:

- l'azionista di controllo è una famiglia poiché queste sono molto restie a cedere potere dal momento che i loro benefici privati sono elevati;
- la proprietà è dispersa; quest'ultimo risultato è coerente con la circostanza che il premio di controllo aumenta quando la probabilità di acquisire il controllo dall'esterno è maggiore.

- il rapporto tra le azioni senza diritti di voto e le azioni con diritto di voto è più elevato: al crescere del rapporto la quota da acquistare per ottenere il controllo è relativamente più piccola, coerentemente con Nicodano (1998); tuttavia questo è anche un segnale che indica che sarà più difficile strappare il controllo agli azionisti che lo esercitano già.

Infine lo studio recentissimo di Caprio e al. (2008) indaga su come l'identità e la quota di proprietà degli azionisti di controllo influenza le decisioni di effettuare operazioni di fusione e acquisizione utilizzando un campione di società quotate europee dal 1998 al 2002.

Gli autori trovano una relazione negativa tra la propensione a effettuare operazioni di acquisizione e la dimensione dei diritti sui *cash flow*. Inoltre le società controllate dalle famiglie sono meno propense a effettuare operazioni di acquisizione. Controllando inoltre per la *performance* dell'acquisizione, stimata con i CAR al momento dell'annuncio, trovano una relazione tra CAR migliori e una minor propensione alle operazioni di acquisto: di conseguenza concludono che la concentrazione della proprietà è determinante per evitare acquisizioni che distruggono valore e motivate dal disallineamento degli interessi dei manager o dalla loro tracotanza. D'altra parte tale caratteristica implica anche un effetto negativo sulla probabilità della società di essere oggetto di una acquisizione, che potrebbe essere motivata dalla persistenza e dalla difesa di elevati benefici privati estraibili dal controllo.

Dal momento che i due effetti si contrappongono, gli autori suggeriscono che la concentrazione della proprietà e il controllo familiare sono auspicabili in quelle società nelle quali la distruzione del valore a seguito di operazioni di acquisizione potrebbe essere superiore al beneficio conseguente alla probabilità di essere oggetto d'acquisizione.

III. Rilevanza della “takeover regulation” sull’efficienza del funzionamento del mercato delle operazioni di acquisizione

Gli strumenti normativi

La cosiddetta “takeover regulation” ha il difficile compito di bilanciare due finalità, entrambe rilevanti ma che talvolta possono apparire in antitesi: da un lato la tutela degli azionisti di minoranza in occasione del passaggio del controllo della società di cui detengono le azioni; dall’altro il buon funzionamento del mercato del controllo societario inteso come efficiente ricollocazione dei diritti di controllo delle società per garantire un corretto sfruttamento delle risorse del sistema economico.

Nel primo caso si fa valere il principio secondo cui tutte le azioni incorporano parte del premio di controllo e pertanto non è corretto escluderne parte nel caso in cui, per ottenere il controllo, gli offerenti si rivolgano esclusivamente agli azionisti detentori del controllo³⁷. La finalità è tutelare i risparmiatori e incentivare l’afflusso di risparmio verso i mercati finanziari. Tuttavia, come nota Zingales (1998), se vi fossero adeguati meccanismi di controllo e non fosse facile estrarre benefici privati, l’acquisto dei diritti di voto per il controllo avrebbe ragione economica soltanto se il nuovo management fosse certo di poter gestire in modo più efficiente le risorse della società target, accrescendo in tal modo anche i flussi attesi per gli azionisti di minoranza; pertanto non ci sarebbe bisogno di ulteriore tutela.

Nel secondo caso è desiderabile, ai fini del benessere collettivo e dell’ottimizzazione delle risorse, incentivare la realizzazione delle operazioni di acquisto del controllo idonee a generare valore senza renderle quindi eccessivamente onerose per il soggetto acquirente per effetto della

³⁷ Siciliano (1997).

corresponsione di un premio a tutti gli azionisti. In tal modo si induce il soggetto più capace ad accaparrarsi il controllo incentivando l'uscita del soggetto meno efficiente attraverso il pagamento del premio di controllo. Gli azionisti di minoranza trarrebbero giovamento dall'ingresso del nuovo controllante.

Come è evidente entrambe le finalità sono rilevanti per il corretto funzionamento del sistema economico e dunque meritevoli di tutela. Si tratta di contemperarle individuando un punto di equilibrio.

I principali strumenti normativi che possono essere utilizzati per questa finalità – e che ovviamente hanno un effetto sulle valutazioni di convenienza da parte di un potenziale *bidder* – possono essere schematizzati come segue:

- a) OPA obbligatoria,
- b) trasparenza delle partecipazioni rilevanti,
- c) diritto di *squeeze-out* e diritto di *sell-out*,
- d) principio *one share - one vote*,
- e) *break-through rule*,
- f) *passivity rule*.

La previsione di un meccanismo di OPA obbligatoria, per effetto del quale un soggetto che acquisisca una partecipazione qualificata in una società quotata deve effettuare un'offerta rivolta a tutti gli azionisti ad un prezzo fissato secondo criteri prestabiliti, rende più onerosa per il *bidder* l'operazione di acquisizione; l'effetto dipende ovviamente dalla soglia di partecipazione che fa scattare l'obbligo e dal peso che, nell'ambito dei criteri per la fissazione del prezzo, viene assunto dal prezzo di acquisto delle azioni che hanno generato il superamento della soglia. A fronte di ciò quest'obbligo attenua l'incentivo per

il *bidder* ad estrarre benefici privati dal controllo a scapito degli azionisti di minoranza³⁸.

L'introduzione dell'obbligo di rendere pubbliche le informazioni relative al possesso di partecipazioni superiori a soglie prefissate ha la finalità di consentire alle autorità di vigilanza, agli azionisti di minoranza e in generale al mercato di avere visibilità sull'identità dei *blockholders* e di monitorarne i comportamenti per evitare o limitare i problemi di agenzia derivanti dalla possibile estrazione di benefici privati di controllo a detrimento degli altri azionisti e/o per valutare la probabilità che intervenga un'offerta. Quanto più la soglia è elevata tanto minore sarà il costo per l'acquisizione del controllo da parte del *bidder* perché sarà più basso il numero di azioni sul quale corrispondere il premio.

Lo *squeeze-out* è il diritto dell'azionista di controllo di acquistare le azioni possedute dagli azionisti di minoranza che non abbiano aderito all'offerta pubblica a condizione che egli abbia conseguito una predefinita percentuale del capitale della target (di solito pari al 90%). La portata di questa previsione, che ha la finalità di mitigare l'incentivo a comportamenti di *free riding* da parte degli azionisti di minoranza, dipende dal criterio di determinazione del prezzo di *squeeze-out* e può essere vanificata se quest'ultimo incorpora un premio più elevato di quello implicito nel prezzo dell'offerta. Il *sell-out* è il diritto degli azionisti di minoranza di vendere le azioni *al bidder* ad un prezzo predefinito e quindi riduce i potenziali benefici del *bidder* potendo finanche costituire un disincentivo per acquisizioni profittevoli; si tratta peraltro di una sorta di contraltare allo *squeeze-out*.

Il principio *one share – one vote*, ove presente, sancisce la parità dei diritti di voto per tutte le azioni al fine di evitare che, per effetto della presenza di azioni con diritto di voto nullo o limitato, qualche azionista possa ottenere il

³⁸ Burkart e Panunzi (2006).

controllo con un investimento ridotto. Il ricorso all'emissione di queste tipologie di azioni è uno degli strumenti più tipici per aumentare il grado di separazione tra controllo e proprietà. Altre leve per conseguire il medesimo obiettivo sono le forme di controllo piramidale e il perfezionamento di patti parasociali. Deviazioni dal principio *one share - one vote* possono comportare un accrescimento della discrezionalità del management e anche disincentivare operazioni potenzialmente profittevoli (Crespi e Renneboog, 2003).

La *break-through rule* fa sì che durante il periodo di adesione ad un'OPA siano inefficaci le restrizioni al trasferimento (*through*) delle azioni eventualmente previste nello statuto della target o nell'ambito di patti parasociali. Inoltre nelle assemblee chiamate a decidere sulle tecniche di difesa eventualmente proposte dagli amministratori della target sono inefficaci le eventuali limitazioni al diritto di voto.

La *passivity rule* è l'obbligo per gli amministratori della target di astenersi dal compiere atti e operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta (le cosiddette *poison pills*) e si giustifica con il potenziale conflitto di interesse del management in presenza di un'operazione che crei valore per gli azionisti ma comprometta la posizione e benefici dei manager. La *passivity rule* prevede infatti che siano gli azionisti a poter eventualmente deliberare azioni di contrasto all'offerta.

Gli effetti dell'introduzione di uno o più di questi strumenti nell'ordinamento giuridico di un paese dipendono dalla struttura di *corporate governance* in esso prevalente³⁹.

Come più volte evidenziato, il nostro paese si caratterizza per un sistema di *corporate governance* improntato alla concentrazione del controllo nelle mani di pochi gruppi familiari attraverso il ricorso alle citate tecniche

³⁹ Betch e Mayer (2001).

quali strutture piramidali, azioni con diritto di voto limitato o nullo, patti parasociali.

In un contesto di questo tipo l'effetto dei ricordati strumenti normativi può essere così schematizzato.

L'introduzione del meccanismo di OPA obbligatoria può rendere meno efficiente il mercato per il controllo perché riduce la possibilità dello scambio di partecipazioni rilevanti che rappresentano lo strumento tipico per l'esercizio del controllo (Koeke and Renneboog, 2004) e quindi può far sì che il controllo rimanga nelle mani di soggetti inefficienti. Questo fenomeno è tanto più probabile quanto più è elevato il prezzo da applicare all'OPA. Qualora all'OPA obbligatoria si affianchi l'adozione del principio di parità di trattamento tra gli azionisti in un sistema a proprietà concentrata, si acuisce questa caratteristica; infatti, accrescendosi il costo di un'acquisizione, si riduce il prezzo che il *bidder* è disposto a offrire all'azionista di controllo (Davies e Hopt, 2004) e quindi diminuisce sia l'incentivo a effettuare un'offerta sia l'incentivo ad aderirvi.

Gli obblighi di trasparenza delle partecipazioni rilevanti in un sistema caratterizzato da un'elevata concentrazione del controllo hanno anche la valenza di consentire il monitoraggio di eventuali transazioni infragruppo.

Quanto all'introduzione dello *squeeze-out* e del *sell-out* essa, contribuendo a mitigare i potenziali conflitti di interesse tra azionisti di maggioranza e di minoranza, può ridurre l'incentivo a detenere larghe quote di partecipazione e quindi nel lungo termine può generare una riduzione della concentrazione proprietaria.

Con riferimento al principio *one share – one vote*, esso da un lato consente di proteggere maggiormente gli investitori da comportamenti opportunistici del management, incentivandoli quindi all'investimento in *equity* e spingendo per una maggiore frammentazione del controllo, dall'altro acuisce i conflitti

tra azionisti di maggioranza e di minoranza derivanti dalla possibile estrazione di benefici privati spingendo alla concentrazione del controllo.

La presenza della *break-through rule* in linea di principio dovrebbe accrescere la dispersione dell'azionariato; essa peraltro può incentivare, per aggirarla, il ricorso a strutture complesse quali piramidi e partecipazioni incrociate che evidentemente rafforzano la concentrazione del controllo.

La *passivity rule* in presenza di un azionariato concentrato può generare una migliore protezione degli azionisti di minoranza riducendo il potere dei manager che operano nell'interesse dell'azionista di controllo; ciò si può tradurre in un incentivo ad una struttura proprietaria più dispersa laddove il diritto di voto dell'azionista di controllo sia circoscritto. Se viceversa quest'ultimo ha il potere di influenzare qualsiasi decisione direttamente, pur senza coinvolgere il management, la *passivity rule* avrà l'effetto di aumentare il livello di *entrenchement* dell'azionista di controllo.

L'evoluzione dell'ordinamento italiano

Per delineare l'evoluzione delle disposizioni in materia di *takeover regulation* nell'ordinamento italiano occorre muovere dalla fase antecedente all'approvazione del Testo Unico della Finanza (D.Lgs. 58/98)1998 durante la quale le OPA erano disciplinate dall' art.1336 del codice civile e dalle legge 12 febbraio 1992, n.149.

La legge 149/1992 prevedeva quattro diverse figure di OPA obbligatoria per ciascuna delle quali l'obbligo sorgeva al verificarsi di determinate condizioni⁴⁰:

⁴⁰ Il presente sottoparagrafo è tratto da P. Gualtieri (1995) in *Tecnica dei mercati dei valori mobiliari* a cura di A. Banfi, Utet Libreria, 1995, pagg. 325 - 326 e da P. Gualtieri (1998) in *I mercati e gli strumenti finanziari*, a cura di A. Banfi, Utet Università, 1998, pagg. 321 - 325.

- 1) OPA preventiva: chiunque intendesse acquisire il controllo di una società quotata in borsa doveva farlo promuovendo un'offerta pubblica di acquisto relativamente alle azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria della società (nonché, ove emessi, a titoli convertibili in azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria della società stessa o rappresentativi del diritto di sottoscrivere o acquistare le medesime azioni); l'offerta doveva riguardare un ammontare di titoli almeno sufficiente a garantire il controllo, e comunque non inferiore al 10% del capitale sociale;
- 2) OPA incrementale: qualora un soggetto avesse acquisito un ammontare di azioni con diritto di voto pari alla metà della suddetta percentuale di controllo e volesse acquisire, nell'arco di 12 mesi, un'ulteriore quota superiore al quinto dei titoli posseduti o comunque al 2% del capitale sociale, era obbligato ad effettuare un'OPA, a meno che un'unica società avesse il controllo ai sensi dell'art.2359, I comma, n.1) del codice civile e la maggioranza assoluta del capitale sociale;
- 3) OPA successiva: era possibile raggiungere e superare anche mediante acquisti fuori borsa le partecipazioni rilevanti dei due casi precedenti (controllo e "semicontrollo"), purché si lanciasse, entro 30 giorni dall'acquisto che aveva determinato il superamento, un'OPA per un numero di azioni non inferiore a quello delle azioni di nuova acquisizione e per un prezzo non inferiore alla media ponderata dei prezzi d'acquisto; questa fattispecie - la più frequente in relazione alla composizione azionaria delle società quotate italiane, caratterizzate da modelli di proprietà chiusa - non era ovviamente idonea ad assicurare pari opportunità economiche a tutti gli azionisti perché, avendo ad oggetto un quantitativo di titoli non inferiore a quello previamente acquistato (era quindi un'OPA parziale) e avendo un prezzo non inferiore alla media ponderata dei prezzi d'acquisto, al termine dell'offerta gli azionisti di minoranza finivano col dismettere

solo una parte della loro partecipazione mentre quello di maggioranza aveva già venduto interamente la propria;

- 4) OPA residuale: il soggetto che avesse il controllo di una società quotata il cui flottante fosse inferiore al 10%, o al minor limite stabilito dalla Consob, doveva effettuare un' Opa per acquistare la totalità del capitale alle condizioni anche di prezzo stabilite dalla Consob.

Il problema di questa impostazione era rappresentato dalla definizione della nozione di controllo, con riferimento alla quale si stabilì che il controllo si realizzava attraverso una partecipazione che consentisse di disporre della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nelle assemblee ordinarie o che comunque consentisse un'influenza dominante in quelle assemblee. Ove non fosse possibile individuare una di queste condizioni, si prendeva a riferimento la partecipazione dell'azionista di maggioranza relativa. Alla Consob era comunque demandato il compito di stabilire periodicamente per ciascuna società quale fosse l'ammontare di partecipazione da ritenersi il riferimento per l'obbligo di OPA. E' di tutta evidenza che questo meccanismo di "soglie mobili", che imponeva alla Consob il continuo monitoraggio della compagine azionaria di tutte le società quotate e la comunicazione periodica agli operatori delle eventuali nuove soglie, rappresentava un elemento di incertezza ingiustificato oltre che una complicazione sotto il profilo operativo.

La legge 149/1992, molto dettagliata e stringente, non prevedeva alcun caso di deroga in tema di OPA obbligatoria (ad eccezione della cessione infragruppo del controllo), il che è invece necessario per evitare che una normativa dettata per garantire la parità di trattamento degli azionisti sia operante anche quando non c'è da soddisfare alcuna esigenza equitativa.

Un ulteriore elemento rilevante era rappresentato dal divieto alla target, per tutta la durata dell'offerta, di deliberare modificazioni dell'atto costitutivo o dello statuto e di compiere operazioni con rilevanti effetti

patrimoniali: tali disposizioni rendevano di difficile attuazione in Italia le tecniche di difesa comunemente adottate nei paesi esteri, sia anglosassoni sia europei, dalle società bersaglio per resistere alle OPA ostili.

Significativi passi avanti sono stati fatti con l'emanazione del T.U.F. (che agli articoli dal 102 al 112 detta le disposizioni in materia di offerta pubblica di acquisto e scambio) e delle disposizioni attuative contenute nel Regolamento Emittenti della Consob, entrato in vigore l'1 luglio 1998.⁴¹

Il T.U.F. prevede quattro tipologie di OPA:

- 1) l'OPA successiva totalitaria: chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere una partecipazione superiore al 30% (viene quindi fissata una soglia unica), deve promuovere entro 30 giorni un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni ordinarie (OPA obbligatoria) ad un prezzo non inferiore alla media aritmetica tra il prezzo medio ponderato degli ultimi 12 mesi e quello più elevato pattuito nel medesimo periodo dall'offerente per acquisti di azioni ordinarie; il medesimo obbligo si applica a chi detenga già una quota superiore al 30% senza disporre della maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria ed effettui acquisti volti a consolidare la partecipazione detenuta (questa OPA incrementativa sostituisce l'OPA incrementale del semicontrollo di cui alla legge 149/1992, sostanzialmente mai applicata);
- 2) l'OPA preventiva totalitaria: qualora il superamento della soglia del 30% derivi da un'offerta pubblica volontaria sulla totalità delle azioni ordinarie non sorge l'obbligo di offerta di cui al punto 1;
- 3) l'OPA preventiva parziale: qualora il superamento della soglia del 30% derivi da un'offerta pubblica volontaria su almeno il 60% delle

⁴¹ Gualtieri (1998).

azioni ordinarie non sorge l'obbligo di offerta di cui al punto 1 al verificarsi di specifiche condizioni⁴²;

- 4) l'OPA residuale: chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al 90% deve promuovere un'offerta sulla totalità delle azioni con diritto di voto (si tratta di un diritto di *sell-out* per gli azionisti) al prezzo fissato dalla Consob se non ripristina entro 4 mesi un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni.

Si noti che il T.U.F. ha evitato soluzioni estreme nell'intento di individuare un punto di equilibrio nell'ambito del ricordato *trade-off* tra efficiente allocazione del controllo delle imprese e protezione degli azionisti di minoranza. Infatti ha attenuato la scelta dell'imposizione di un'OPA totalitaria introducendo, da un lato la previsione che il prezzo di offerta sia in parte commisurato ai prezzi di borsa e che quindi non contenga per intero il premio di controllo, dall'altro la possibilità dell'OPA parziale, se pur a certe condizioni. In questo modo, quindi, si è cercato di non elevare troppo i costi per l'acquisto del controllo delle società quotate e nello stesso tempo di offrire un livello di protezione degli investitori comparabile con quello previsto in altri mercati.

Il T.U.F. inoltre individua alcuni casi nei quali l'obbligo di OPA non scatta quali le operazioni di salvataggio di società in crisi, il trasferimento di azioni ordinarie tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione (l'operazione rientrerebbe nell'ambito di una ristrutturazione societaria), cause

⁴² Ovvero purché l'offerente non abbia acquistato partecipazioni in misura superiore all'1% nei 12 mesi precedenti la comunicazione dell'offerta né durante l'offerta e l'efficacia dell'offerta sia stata condizionata all'approvazione di tanti soci che possiedono la maggioranza delle azioni ordinarie escludendo dal computo le partecipazioni detenute dall'offerente; se nei 12 mesi successivi alla chiusura dell'offerta preventiva parziale intervengono acquisti in misura superiore all'1% da parte dell'offerente o l'assemblea della *target* delibera una fusione o una scissione l'offerente sarà tenuto a promuovere l'OPA obbligatoria di cui al punto 1.

indipendenti dalla volontà dell'acquirente, operazioni temporanee, fusioni e scissioni.⁴³

Inoltre il T.U.F. prevede che sono solidalmente tenuti agli obblighi di OPA successiva totalitaria e di OPA residuale anche gli aderenti a un patto parasociale (anche nullo), un soggetto e le società da esso controllate, più società sottoposte a controllo comune, una società e i suoi amministratori o direttori generali, qualora siano raggiunte complessivamente le soglie rispettivamente del 30% e del 90% a seguito di acquisiti a titolo oneroso anche di uno solo di detti soggetti (fattispecie individuate come acquisto di concerto) e anche quando gli acquisti siano stati effettuati nei 12 mesi precedenti alla stipula del patto o contestualmente alla stessa.

Il T.U.F. ammette anche la possibilità di più rilanci da parte dell'offerente originario e dell'eventuale offerente concorrente, prevedendo che la Consob disciplini le offerte di aumento e quelle concorrenti senza limitare il numero di rilanci possibili, effettuabili sino alla scadenza di un termine massimo a condizione che il corrispettivo globale sia superiore di almeno il 2% rispetto a quello dell'ultima offerta o rilancio o che comportino il venir meno di una condizione di efficacia. Si tratta di un approccio difforme rispetto all'orientamento della Consob in vigore della legge 149/1992 secondo il quale (anche alla luce di un parere del Consiglio di Stato) non vi era la possibilità di una seconda offerta concorrente dopo il rilancio da parte dell'offerente originario perché occorreva temperare l'interesse dell'azionista a realizzare il miglior prezzo con quello all'ordinato svolgimento

⁴³ Quest'ultimo caso è certamente il più controverso; infatti da una parte le fusioni vengono attuate anche con finalità di riorganizzazioni societarie e in ogni caso agli azionisti è garantita protezione mediante altri istituti giuridici, dall'altra però possono verificarsi fattispecie in cui la fusione costituisce un mezzo per l'acquisizione del controllo di una società quotata. La Consob ha quindi specificato che vengono escluse dall'esenzione le fusioni e le scissioni che si configurano come operazioni rilevanti non conseguenti ad esigenze di razionalizzazione o di sinergie industriali. *cf.* *Gualtieri (2001)*.

del mercato che avrebbe potuto essere turbato dall'innescarsi di aste potenzialmente anomale.⁴⁴

Il T.U.F. introduce anche il diritto di *squeeze-out* prevedendo che chiunque a seguito di un'OPA sulla totalità delle azioni con diritto di voto venga a detenere più del 98% di tali azioni ha diritto ad acquistare le azioni residue entro 4 mesi dalla conclusione dell'offerta se ha dichiarato al momento del lancio dell'OPA (nel documento d'offerta) l'intenzione di avvalersi di questo diritto. Il prezzo è fissato da un esperto nominato dal presidente del tribunale del luogo ove ha sede la target, tenuto conto anche del prezzo dell'OPA e del prezzo di mercato dell'ultimo semestre.

Quanto alla *break-through rule*, è prevista la possibilità di recedere dai patti di sindacato in caso di OPA successiva, di OPA preventiva totalitaria e di OPA preventiva parziale.

Il T.U.F. contiene anche un riequilibrio, rispetto alla norma previgente, tra la posizione del *bidder* e quella del target al quale è consentita, in pendenza dell'OPA, l'adozione di talune tecniche di difesa. Coerentemente con gli usuali contenuti delle clausole relative alla *passivity rule*, è infatti previsto che con delibera dell'assemblea ordinaria o straordinaria (in funzione delle competenze) possano essere compiuti atti o operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. Per la validità della delibera occorre il voto favorevole di tanti soci che rappresentino almeno il 30% del capitale sociale con diritto di voto a prescindere dalla circostanza che si tratti dell'assemblea ordinaria o straordinaria e che la riunione sia in prima, in seconda o (se straordinaria) in terza convocazione.

⁴⁴ D'Ambrosio (1998).

Le disposizioni sopra delineate hanno subito un'ulteriore variazione con il d.lgs. n. 229 del 19 novembre 2007 che ha recepito nel nostro ordinamento la direttiva europea 2004/25/CE.

In relazione ai temi che ci occupano, le variazioni più rilevanti sono le seguenti:

- a) con riferimento alla *passivity rule*, viene precisato che la mera ricerca di altre offerte non costituisce atto o operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta e che l'autorizzazione dell'assemblea è necessaria anche per l'attuazione di decisioni prese prima del lancio dell'offerta e non ancora attuate in tutto o in parte che non rientrino nel corso normale dell'attività della target e la cui attuazione possa contrastare con il conseguimento degli obiettivi dell'offerta;
- b) viene introdotta la "regola di neutralizzazione" per effetto della quale:
 - nel periodo di adesione dell'OPA non hanno effetto nei confronti del *bidder* le limitazioni al trasferimento di titoli previsti nello statuto né hanno effetto, nelle assemblee chiamate a decidere su atti e operazioni di contrasto all'offerta, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali;
 - quando a seguito dell'offerta il *bidder* viene a detenere almeno il 75% del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni che riguardano la nomina o la revoca di esponenti aziendali, nella prima assemblea successiva alla chiusura dell'offerta convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare esponenti aziendali non hanno effetto le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali né qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli esponenti aziendali (ferme restando le limitazioni

- statutarie al diritto di voto attribuito da titoli dotati di privilegi di natura patrimoniale);
- qualora l'offerta abbia esito positivo, il *bidder* è tenuto a corrispondere un indennizzo per l'eventuale pregiudizio patrimoniale subito dai titolari dei diritti non esercitabili ai sensi dei due punti precedenti;
- c) viene introdotta la "clausola di reciprocità" per effetto della quale sia la *passivity rule* sia la regola di neutralizzazione non si applicano in caso di un'offerta promossa da *bidder* non soggetti a disposizioni analoghe o equivalenti;
- d) si stabilisce che il prezzo dell'OPA totalitaria è non inferiore a quello più elevato pagato dal *bidder* nei 12 mesi precedenti all'offerta; qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso, l'offerta è promossa a un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi 12 mesi o del minor periodo disponibile;
- e) viene introdotto l'obbligo per il *bidder* che a seguito di un'OPA totalitaria ottenga una partecipazione almeno pari al 95% di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta accanto all'obbligo di procedere ad un'offerta residuale se si raggiunge una partecipazione del 90% e non si ripristina il flottante entro 4 mesi; in entrambi i casi, se il raggiungimento della soglia deriva esclusivamente da un'OPA totalitaria il prezzo di acquisto delle residue azioni sarà pari a quello dell'OPA totalitaria precedente (sempre che in caso di offerta volontaria l'offerente abbia acquistato a seguito dell'offerta titoli che rappresentano non meno del 90% del capitale con diritto di voto compreso nell'offerta); negli altri casi il prezzo è stabilito dalla Consob tenendo conto anche del prezzo di mercato dell'ultimo semestre o del corrispettivo dell'eventuale offerta precedente.

Il quadro si è nuovamente modificato a seguito del d. l. 185 del 29 novembre 2008 (cosiddetto decreto anti-crisi) che, nel contesto della crisi economica e finanziaria, ha modificato la disciplina sulle OPA incidendo direttamente sulla contendibilità delle società italiane quotate attraverso un intervento sulla *passivity rule*, sulla regola di neutralizzazione e sulla clausola di reciprocità:

- a. l'applicazione della *passivity rule* è divenuta non più obbligatoria ma opzionale e deve essere prevista espressamente dallo statuto; di conseguenza, se lo statuto nulla dispone non è necessaria l'autorizzazione assembleare per l'adozione di misure difensive da parte della target; è stato inoltre eliminata la previsione del quorum del 30% per le delibere di autorizzazione assembleare: se lo statuto prevede la *passivity*, gli amministratori non possono compiere atti o operazioni che possono contrastare gli obiettivi dell'offerta senza aver ottenuto preventivamente l'autorizzazione dell'assemblea ordinaria e straordinaria secondo i quorum ordinari previsti dagli articoli 2368 e 2369 del codice civile; viene quindi notevolmente attenuata la tutela degli azionisti di minoranza perché è più agevole l'adozione di misure difensive per un socio di maggioranza relativa la cui partecipazione sia inferiore al 30%;
- b. anche la regola di neutralizzazione non è più inderogabile ma opzionale e deve essere inserita nello statuto; la nuova regola prevede infatti anche in questo caso che la neutralizzazione, che rendeva inefficaci alcune misure difensive come i patti parasociali, sia facoltativa, cioè espressamente inserita nello statuto;
- c. il principio di reciprocità è stato mantenuto ma adattandolo alla nuova formulazione della *passivity rule* e della regola di neutralizzazione; pertanto le due regole sono applicabili, se previste dallo statuto, soltanto se l'offerente applichi disposizioni equivalenti e spetta alla Consob valutare tale equivalenza.

Infine, con riferimento ai temi di interessi del presente lavoro occorre evidenziare che il recentissimo decreto legge numero 5 del 2009 ha introdotto, con riferimento alle società quotate:

- a) la possibilità di aumentare il limite dell'acquisto di azioni proprie dal 10% al 20% per cento, rafforzando in tal modo la proprietà controllante che potrà mettersi al sicuro più agevolmente da scalate esterne;
- b) la possibilità di incrementare dal 3% al 5% le azioni che il controllante può acquistare annualmente senza incorrere nell'obbligo di OPA, diminuendo in tal modo i benefici derivanti dalle misure a protezione degli azionisti di minoranza previsti a suo tempo dal T.U.F.;
- c) la facoltà per la Consob di ridurre dal 2% all'1% la soglia di comunicazione della presenza nel capitale delle società, allertando in tal modo per la presenza di un eventuale scalatore.

Benché in letteratura (Goergen e Martynova, 2005) si sia già discusso degli effetti contrastanti di alcune di queste misure, in un contesto come quello italiano, caratterizzato da *concentrated ownership and blockholder control* (Becht e Mayer, 2001) alcuni studiosi (Marco Onado, la *voce.info* dell'8 maggio 2009) ritengono che: *“l'aspetto più inquietante è che queste misure sono state introdotte su sollecitazione del presidente della Consob, l'Autorità che dovrebbe avere a cuore gli interessi di tutti gli azionisti, non solo di quelli di controllo. L'effetto netto di tutto questo è infatti quello di rafforzare la posizione dei soci di controllo e nello stesso tempo di individuare al più presto ogni scalatore. In un paese come il nostro in cui le società sono già così poco contendibili, si tratta di un passo indietro gravissimo per il market for corporate control. Non lo dicono i soliti critici de lavoce.info, ma l'Autorità garante per la concorrenza e il mercato (Antitrust) in un parere inviato nei giorni scorsi al Parlamento nella fase di conversione del decreto. L'Autorità ha chiesto*

che almeno vengano posti limiti temporali a misure così drastiche". Pertanto le ultime tendenze legislative appaiono in netta controtendenza rispetto alle intenzioni del legislatore al tempo del T.U.F. e della Direttiva europea.

IV. L'analisi dei CAR delle operazioni di acquisizione delle società quotate italiane

La struttura proprietaria e gli effetti sulle operazioni di fusione e acquisizione

Come illustrato nei capitoli precedenti, la maggior parte delle analisi scientifiche sulle determinanti della profittabilità delle operazioni di fusione e acquisizione si è concentrata su argomentazioni quali la creazione di sinergie a seguito di economie di scala, i cambiamenti industriali, tecnologici e normativi, i comportamenti opportunistici o tracotanti del management delle società. Con riferimento al contesto anglosassone, è stata studiata anche l'influenza della presenza di alcune tipologie di soggetti nel capitale quali investitori istituzionali e manager; nel contesto europeo, che differisce per un minor numero di società ad azionariato largamente diffuso, sono emersi fattori rilevanti quali un'elevata concentrazione del controllo e la significativa presenza di gruppi familiari.

L'obiettivo dell'analisi empirica presentata di seguito è verificare se le operazioni di fusione e acquisizione effettuate da società *bidder* quotate italiane dal 1999 al 2006 hanno creato o distrutto valore per gli azionisti e se c'è una relazione tra il risultato e le caratteristiche della struttura proprietaria delle *bidder*.

Con riferimento alla struttura proprietaria, numerosi studiosi (La Porta e al, 1998; Zingales, 2004; Nenova, 2003; Dyck e Zingales 2004; Belcredi e Rigamonti, 2008) hanno dimostrato che l'Italia, almeno sino al 1998, era un paese in cui c'era una bassa protezione degli azionisti di minoranza e in cui la presenza di "strumenti legali di separazione⁴⁵" (quali la possibilità per le società di emettere azioni di risparmio, che disattendono il principio *one share -*

⁴⁵ Bianchi e al. (2002).

one vote, il ricorso a patti di sindacato, le partecipazioni incrociate e le catene di controllo piramidali) aveva quantomeno conservato un'elevata concentrazione della proprietà. Quest'ultima era concentrata soprattutto nelle mani di gruppi industriali familiari e, poiché gli strumenti di difesa per gli azionisti di minoranza erano scarsi, era molto alto il rischio di espropriazione da parte degli azionisti di controllo. Tra l'altro le operazioni di fusione e acquisizione hanno rappresentato un ottimo strumento per realizzare le espropriazioni infragruppo (Bigelli e Mengoli, 2004).

La quota di proprietà dell'azionista di maggioranza è importante per stimare l'allineamento tra gli interessi degli azionisti di maggioranza e quelli degli azionisti di minoranza, dal momento che un'elevata quota potrebbe migliorarne la convergenza. Bigelli e Mengoli (2004) trovano che quando l'azionista di maggioranza possiede meno del 6,3% dei diritti di proprietà le acquisizioni sembrano non creare valore, mentre in caso di partecipazioni tra il 6,3% e il 47,2% i risultati sono positivi e significativi; come discusso in letteratura (McConnell e Servaes, 1990), la relazione tra la *performance* e la percentuale dei diritti di proprietà dell'azionista di maggioranza potrebbe non essere lineare e sopra certe quote, che Bigelli e Mengoli (2004) nella loro analisi multivariata stimano attorno al 44%, potrebbe prevalere l'effetto *entrenchment* che conduce a peggiori scelte in materia di acquisizioni.

Molte delle società italiane, come si è detto, sono organizzate in gruppi piramidali, il che conduce ad esasperare la separazione tra proprietà e controllo dal momento che gli azionisti di controllo sono all'apice della piramide e controllano tutte le società sottostanti con una piccola parte di capitale. Di conseguenza tale configurazione amplifica il potenziale conflitto di interesse tra azionisti di controllo e di minoranza (Volpin, 2002) poiché gli azionisti di controllo (e il management che è loro diretta espressione) sono incentivati ad acquisire altre società anche sovrappagandole, dal momento che essi potrebbero beneficiare di vantaggi, come ad esempio il prestigio o il perimetro di

influenza, superiori alla frazione di distruzione del valore derivante dall'operazione e di loro competenza.

Tuttavia si evidenzia che, in un recentissimo studio del 2008, Belcredi e Rigamonti osservano che:

- nel 1978 e nel 1988 più del 50% delle società quotate italiane appartenevano a un gruppo a struttura piramidale;
- nel 1998, prima delle riforme introdotte dal T.U.F. tale percentuale era pari al 38%;
- nel 2003 la percentuale era diminuita al 25%.

Due sono le spiegazioni fornite dagli autori: da un lato, a partire dagli anni '90, la maggior parte delle nuove quotazioni ha riguardato società non appartenenti a gruppi con società già quotate; dall'altro le società caratterizzate da gruppi piramidali hanno intrapreso operazioni di semplificazione della catena di partecipazioni.

Come dimostrato da Bigelli e Mengoli (2004), le strutture piramidali associate all'utilizzo di azioni senza diritti di voto consentono di amplificare gli effetti della separazione tra proprietà e controllo. Ancora, in caso di operazioni infragruppo, consentono agevolmente alle società in cima alla piramide, in cui la proprietà degli azionisti di controllo è meno diluita, di espropriare ricchezza alle società poste in fondo alla piramide, dove la proprietà dei controllanti è invece più diluita.

Dalle circostanze esposte e dai risultati degli studi ci si attende pertanto che le società che utilizzano strutture piramidali e che emettono azioni senza diritti di voto siano più propense a effettuare operazioni di acquisizione indipendentemente dalla potenziale profittabilità e quindi dalla creazione di valore per tutti gli azionisti; gli azionisti di controllo potrebbero ottenere benefici privati maggiori rispetto alla quota di pertinenza del valore distrutto.

Alcuni studi (Caprio e Croci, 2006; Caprio e al., 2008) hanno inoltre verificato che la tipologia dell'azionista di controllo è un fattore determinante sia nelle decisioni di acquisizione sia nella quantificazione del premio di controllo.

In particolare, dal momento che in molti paesi europei l'intervento dello Stato nell'economia, sia a livello di governo sia di enti locali, è stato molto rilevante⁴⁶, soprattutto in alcuni settori dichiarati di interesse nazionale, è interessante verificare la relazione tra la presenza dello Stato come azionista di maggioranza e la profittabilità dell'attività di acquisizione. L'azionista di maggioranza, e quindi il potere politico, potrebbe essere incentivato ad effettuare operazioni finalizzate non alla creazione di valore ma all'estensione del proprio peso politico o elettorale e le conseguenze economiche potrebbero ricadere sull'intera collettività.

Infine, ancorché come osservato l'Italia sia un paese con un basso grado di proprietà diffusa, i manager delle poco numerose società ad azionariato diffuso potrebbero approfittare del contesto di *governance* favorevole all'estrazione di benefici privati (Becht, 1997).

Il campione di riferimento

Per quanto riguarda l'analisi delle operazioni di acquisizione, è stato costruito un campione generale di operazioni di fusione e acquisizione estratto dal *database* Thomson One Banker, da cui sono state estratte anche tutte le informazioni qualitative e quantitative relative ai singoli *deals*. Il *data set* comprende tutte le operazioni annunciate dal 1 gennaio 1999 al 31 dicembre 2006 da società quotate presso la Borsa di Milano. La data dell'annuncio

⁴⁶ In Italia, ancorché dopo le privatizzazioni degli anni '90 la partecipazione dello Stato sia diminuita, esistono ancora importanti quote di capitale soprattutto con riferimento agli Enti Locali.

dell'operazione è fornita dal provider di dati Thomson One Banker e corrisponde alla prima comunicazione pubblica effettuata da una delle parti coinvolte nelle operazioni⁴⁷. Coerentemente con i criteri di costruzione del campione proposti da Eckbo (2008) sulla medesima piattaforma⁴⁸, le operazioni selezionate hanno le seguenti caratteristiche:

- acquisizione completata e non pendente;
- acquisizione di una partecipazione pari almeno al 10% del capitale ordinario;
- target quotate e non quotate di qualsiasi nazionalità;

sono state inoltre eliminate dal campione:

- le acquisizioni di partecipazioni per importi inferiori a 10 milioni di euro;
- le operazioni di *buyback*⁴⁹
- le operazioni di acquisizione di singoli *asset*⁵⁰.

Le operazioni rispondenti ai seguenti requisiti sono complessivamente 319.

A tali osservazioni sono state aggiunte le variabili sulla struttura proprietaria (fonte: Consob) e i rendimenti anomali giornalieri cumulati delle

⁴⁷ È stata inoltre effettuata una verifica manuale su un campione casuale di 30 annunci per verificare se la data riportata dal *provider* corrisponde alla data della pubblicazione della notizia sul principale quotidiano economico-finanziario italiano, *Il Sole 24 ore*. Su 30 casi soltanto in un caso le date differivano di 1 giorno, pertanto si è considerata attendibile la fonte del *provider*. In ogni caso si riporta di seguito la definizione letterale della data d'annuncio disponibile sulla piattaforma del *provider* Thomson One Banker. *Date Announced, the date one or more parties involved in the transaction makes the first public disclosure of common or unilateral intent to pursue the transaction (no formal agreement is required). Among other things, Date Announced is determined by the disclosure of discussions between parties, disclosure of a unilateral approach made by a potential bidder, and the disclosure of a signed Memorandum of Understanding (MOU) or other agreement.*

⁴⁸ Thomson One Banker, *Merger and acquisition database*.

⁴⁹ Definizione (fonte:TOB): *buyback, deals in which the company buys back its equity securities or securities convertible into equity, either on the open market, through privately negotiated transactions, or through a tender offer. Board authorized repurchases are included.*

⁵⁰ Definizione (fonte:TOB): *acquisition of assets, deals in which the assets of a company, subsidiary, division, or branch are acquired.*

società *bidder* nel periodo dell'annuncio. In particolare per ciascuna società sono stati raccolti i prezzi giornalieri delle azioni ordinarie nei suddetti periodi e il relativo valore dell'indice Mibtel (fonte: T.F. Datastream e Borsa Italiana); con la metodologia nota come *event study* sono stati infine stimati i CAR giornalieri dei *bidder* nelle *event windows*, per ciascun evento del campione.

Con riferimento ai dati sulla struttura proprietaria, dai dati disponibili sul sito internet della Consob⁵¹ è stato ricavato manualmente un *data set* con le informazioni relative alle partecipazioni al capitale ordinario detenute da persone fisiche o giuridiche tenute alla dichiarazione delle partecipazioni superiori al 2% del capitale delle società quotate. Sempre dal *database* della Consob, sono stati ricavati i dati relativi al numero e al valore nominale delle azioni ordinarie, per ciascuna osservazione società/anno presente nel campione delle operazioni.

Infine dal *provider* Bloomberg sono state ricavate alcune variabili relative ai dati contabili delle società acquirenti.

La tabella 2 (pag. 73) mostra tutte le variabili utilizzate nell'analisi e la fonte di ciascuna.

⁵¹ I dati sono disponibili all'url www.consob.it dove è possibile accedere al database relativo alla serie storica delle partecipazioni rilevanti (superiori al 2% del capitale) nelle società quotate italiane dal 1998 al 2008. Alcuni dati relativi alla struttura finanziaria sono stati integrati dalla pubblicazione *Il taccuino dell'azionista*, edito da *Il Sole 24 ore*, nei rispettivi anni (sino al 2002).

La stima dei CAR delle società acquirenti

Si descrive brevemente di seguito la metodologia per la stima dei rendimenti anomali cumulati delle società *bidder* in seguito all'annuncio dell'operazione di acquisizione e per l'analisi della relazione tra la reazione del mercato (CAR) e la tipologia di struttura proprietaria al fine di verificare se questa sia una determinante della scelta delle operazioni di acquisizione che creano valore per la società *bidder*.

La stima della qualità di un'operazione di acquisizione è rilevata con la metodologia standard *event study*⁵², grazie alla quale è possibile calcolare il rendimento anomalo (*AR*, *abnormal return*) che si genera al momento dell'annuncio dell'operazione nel periodo di indagine relativo all'evento:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Il rendimento anomalo è infatti la differenza tra il rendimento effettivo osservato e il rendimento del titolo che il mercato avrebbe atteso nell'ipotesi di assenza dell'evento: se i due rendimenti si eguagliano l'informazione è nota al mercato e pertanto già riflessa nei corsi azionari.

Il rendimento anomalo è stimato con il seguente *market model*, che mette in relazione il rendimento del singolo titolo con il rendimento del mercato:

$$E(R_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \cdot R_{m,t}$$

dove $R_{m,t}$ è il rendimento di mercato e $E(R)_{i,t}$ è il rendimento atteso del titolo i nel periodo t , condizionato ai parametri α e β stimati con il *market model*. Per stimare i parametri del *market model*, si utilizza la serie storica dei prezzi del titolo in un periodo precedente sufficientemente lontano dall'evento: nella presente analisi si è scelto di utilizzare un *estimation period* da 200 fino a 60 giorni di mercato precedenti l'annuncio dell'evento ($t=0$), rilevato dal

⁵² MacKinlay (1997); Kothari (2001).

provider Thomson One Banker. In questo modo il rendimento atteso del titolo tiene conto del rischio sistematico. Con riferimento alla presente analisi si è scelto come indice rappresentativo del mercato il Mibtel⁵³.

Per stimare l'effetto dell'annuncio sul mercato in tutto il periodo d'indagine si sommano tutti i rendimenti anomali del titolo nel periodo t (*event window*):

$$CAR_n = \sum_{t=1}^n AR_t$$

Tale rendimento è noto come *cumulative abnormal return (CAR)*; per ottenere una stima complessiva su tutti i titoli appartenenti al campione e per ogni intervallo $[d_1, d_2]$ analizzato, è necessario aggregare i risultati delle stime degli *abnormal return* cumulati come segue:

$$CAR(d_1, d_2) = \frac{1}{N} \sum_{t=d_1}^{d_2} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

dove d_1 e d_2 indicano rispettivamente l'inizio e la fine del periodo analizzato e N il numero di titoli del campione. Tale stima rappresenta il risultato medio dei titoli inclusi nel campione nel periodo definito come *event window*, quindi l'*extraperformance* media delle società acquirenti. Se l'annuncio dell'operazione d'acquisizione non ha influenzato in media i corsi delle società coinvolte, i rendimenti anomali stimati nel periodo d'interesse tenderanno a compensarsi e il CAR non avrà significatività statistica. Al contrario, se il mercato avrà valutato positivamente (negativamente) l'operazione di acquisizione, si rileveranno dei rendimenti superiori al rendimento atteso non condizionato all'evento, la cui somma è una stima del valore creato (distrutto) dall'operazione.

Per cogliere la reazione del mercato all'operazione, sono stati utilizzati due differenti periodi di analisi. La prima *event window*, di cinque giorni

⁵³ Anch'esso fornito dal *provider* Datastream Thomson Finacial.

[CAR4, +2;-2] riguarda il periodo attorno alla data d'annuncio ($t=0$); la seconda, più ampia, dal trentesimo giorno precedente l'annuncio al trentesimo giorno successivo [CAR60, -30;+30]⁵⁴. La stima dei CAR dovrebbe essere effettuata a cavallo dell'operazione: nell'ipotesi di mercati perfetti i prezzi reagiscono all'informazione non appena disponibile sul mercato. Tuttavia questa è soltanto un'ipotesi teorica, dal momento che è possibile che l'informazione sia anticipata dai mercati (*rumors*) o che operatori informati (*insider*) inizino ad effettuare operazioni sul titolo prima che la notizia dell'operazione sia resa pubblica (Chen e al., 2007). Inoltre in una *event window* troppo breve non è possibile osservare un'eventuale correzione della valutazione da parte del mercato. Di conseguenza è stato considerato per le analisi l'intervallo di *event window* più ampio e più significativo [CAR60, -30;+30]: tale arco temporale ha il pregio di mostrare da un lato eventuali anticipazioni dell'operazione da parte del mercato e quindi la diffusione delle informazioni prima dell'annuncio ufficiale, dall'altro l'eventuale stabilizzazione o la correzione del prezzo a seguito di una migliore valutazione del mercato nei giorni successivi all'annuncio.

⁵⁴ Una *event window* troppo ampia rischierebbe infatti di comprendere gli effetti sul prezzo relativi ad altri eventi occorsi nello stesso periodo.

Variabili e relazioni attese

Con riferimento alle considerazioni effettuate sinora, sono state considerate due tipologie di variabili esplicative del fenomeno dei CAR:

- le variabili esplicative tradizionali della letteratura sulle operazioni di fusione e acquisizione riferite sia alle diverse tipologie di operazione sia alle caratteristiche delle società coinvolte;
- le variabili esplicative basate sulle caratteristiche della struttura proprietaria della società *bidder*.

Le variabili tradizionali riferite all'operazione e alle società:

- 1) il valore economico del *deal* (DEALVALUE) in milioni di euro;
- 2) la modalità di pagamento dell'operazione; si evidenzia che un buon segnale per il mercato è il pagamento in contanti dell'operazione a differenza del pagamento in azioni; la variabile *dummy* (D_CASH100) è uguale a 1 se l'operazione è pagata al 100% in *cash*;
- 3) la quota percentuale di partecipazione oggetto dell'acquisizione (STAKE);
- 4) la natura transfrontaliera o non dell'operazione; recenti studi (Martynova e Renneboog, 2006) hanno mostrato infatti che, nonostante l'aumento delle operazioni *cross-border*, in queste ultime l'acquirente paga un premio per il controllo molto elevato, probabilmente giustificato dall'entrata in nuovo mercato; infatti mentre la target registra rendimenti molto elevati, più incerti sono i benefici delle operazioni per le società acquirenti (Eun e al. 1996); la variabile *dummy* (D_CB) è uguale a 1 se l'operazione è *cross-border*;
- 5) l'indicazione dell'esistenza di un'offerta pubblica di acquisto (D_TENDER): nel caso infatti di offerte pubbliche d'acquisto l'esborso per la società acquirente potrebbe essere maggiore;
- 6) la tipologia dell'operazione (D_FORM): a) un'operazione che comporta l'acquisto del 100% della società target (*merge*); b)

l'acquisizione di una partecipazione di maggioranza (*majority interest*), cioè una società che con l'operazione ottiene almeno il 50% della target (ma meno del 100%) partendo da una soglia inferiore al 50%; c) l'acquisizione di una partecipazione parziale (*partial interest*), cioè partendo da una soglia inferiore al 50% l'acquirente ottiene una quota inferiore al 50%; un'acquisizione residuale (*remaining interest*) cioè un acquirente che già possiede più del 50% della target e ottiene il 100%;

- 7) per tenere conto della dimensione del *bidder*, è stato stimato il *market value* della società (ACQ_MKT_VAL);
- 8) con riferimento ai dati di bilancio delle società target, sono stati calcolati seguendo l'impostazione di Bigelli e Mengoli (2004): a) l'eccesso di *cash* a disposizione (CASH), stimato come rapporto tra le disponibilità liquide (cassa e altre disponibilità liquide) e i ricavi; l'eccesso di *cash* potrebbe infatti indurre il management delle società, che in Italia è diretta espressione degli azionisti di maggioranza, ad investire in modo non efficiente la liquidità a disposizione poiché questi preferiscono la massimizzazione della crescita dimensionale alla creazione del valore per gli azionisti (Jensen, 1986); b) la Q di Tobin, stimata come il rapporto tra la somma dell'*equity market value* e del valore nominale del debito totale e il totale dell'attivo (QTOBIN); tale misura rappresenta una stima delle opportunità di crescita della società acquirente;
- 9) diversificazione o focalizzazione; numerose sono le evidenze sulla scarsa creazione di valore dell'acquirente in occasione delle operazioni di diversificazione mentre maggiore successo presso il mercato ottengono le operazioni effettuate nell'ambito dello stesso settore; la variabile *dummy* (D_FOCUS) è uguale a 1 se il codice SIC⁵⁵ a quattro cifre è uguale per la target e per la *bidder*;

⁵⁵ Codice che indica il settore in cui opera la società: le prime due cifre indicano il macro settore (esempio: finanziario) mentre le due successive il settore intermedio (esempio: bancario).

- 10) se la società acquirente è una banca la *dummy* D_BANKS è uguale a 1. Se la società acquirente appartiene al settore delle comunicazioni e dell'alta tecnologia la *dummy* D_TECH è uguale a 1; ci si attende un segno positivo considerato che numerose società di questo settore possono aver intrapreso operazioni di acquisizione nel corso della bolla speculativa della *new economy* negli anni 1999 e 2000;
- 11) se la società target è quotata in Italia o all'estero la variabile *dummy* D_TRG_LST è uguale a 1;
- 12) per tenere conto della dimensione relativa dell'operazione e della società target rispetto alla società acquirente, sono state stimate: a) la dimensione della target (TARGET_SIZE) in funzione del prezzo pagato per l'operazione e della percentuale di azioni acquistate; b) il rapporto tra il prezzo pagato dall'*acquiror* e il *market value* dell'*acquiror*⁵⁶ (DEAL_RELSIZE); c) il rapporto tra la dimensione stimata della target e il *market value* dell'*acquiror* (RELSIZE).

Le variabili riferite alla struttura societaria della *bidder*:

- 13) la quota di proprietà del principale azionista (QPA); come accennato in precedenza, la relazione attesa è incerta (Shleifer e Vishny, 1997): al superamento di una certa soglia il rischio di *entrenchment* potrebbe prevalere sull'allineamento degli interessi tra il primo azionista e gli altri; a tal proposito è stato stimato anche il quadrato della quota di proprietà dell'azionista principale (QPA2); pertanto il segno atteso della prima è positivo mentre è negativa la relazione attesa con la seconda;
- 14) la struttura piramidale; la variabile *dummy* (D_PYRAMID) è uguale a 1 se la struttura del gruppo è piramidale, cioè quando la società o la persona che è tenuta alla dichiarazione della partecipazione non controlla al 100% la società che nominalmente risulta essere prima

⁵⁶ Il *market value* dell'*acquiror* è stato rilevato alla data dell'ultimo bilancio disponibile prima dell'annuncio dell'operazione.

azionista; per tener conto contestualmente della quota del primo azionista e della proprietà è stata costruita una variabile (QPAPYRAM) dalla moltiplicazione della *dummy* D_PYRAMID e della QPA; coerentemente con letteratura sin'ora rassegnata sulle caratteristiche della proprietà (Faccio e Lang, 2002; Caprio e al., 2008) la relazione attesa con i CAR è negativa;

15) identità del primo azionista: la variabile *dummy* (D_GVT) è uguale a 1 se il primo azionista è lo Stato o Enti Locali o Agenzie Governative; per la notoria inefficienza della gestione statale delle società (Shapiro e Willig, 1990; Hart e al, 1997; Kikieri e al. 1992; Shleifer e Vishny, 1994; Boycko e al. 1995) la relazione attesa è negativa;

16) identità del primo azionista: la variabile *dummy* (D_FINANCIAL) è uguale a 1 se il primo azionista appartiene al settore finanziario (Codice SIC 6000);

Tabella 2. Variabili utilizzate nelle analisi descrittive, univariate e multivariate.

Variabile	Descrizione	Fonte
CAR60	Car 60 (-30; +30); finestra di 61 giorni di mercato	Datastream/Bloomberg/Borsa Italiana
CAR4	Car 4 (-2; +2); finestra di 5 giorni di mercato	Datastream/Bloomberg/Borsa Italiana
QPA	Percentuale del primo azionista sul capitale ordinario	Consob
QPA2	Percentuale del primo azionista sul capitale ordinario al quadrato	Consob
D_PYRAMID	Dummy = 1 se la struttura dell'acquiror è piramidale	Consob/Calepino dell'azionista/Taccuino dell'azionista
QPAPYRAM	D_PYRAMID * QPA	
STAKE	Partecipazione acquisita nell'operazione	Thomson One Banker
DEALVALUE	Valore dell'operazione in milioni di euro	Thomson One Banker
D_CASH100	dummy = 1 se l'operazione è pagata al 100% cash	Thomson One Banker
ACQ_MKT_VAL	Valore di mercato dell'acquiror alla data dell'ultimo bilancio disponibile prima dell'annuncio dell'operazione	Bloomberg
QTOBIN	(Valore di mercato dell'equity + book value del debito) / Attivo totale all'ultimo bilancio prima dell'operazione	Bloomberg
CASH	(Cassa + altre disponibilità liquide) / Ricavi	Elaborazione su dati Bloomberg
D_TRG_LST	dummy = 1 se la società target è quotata	Thomson One Banker
D_CB	dummy = 1 se l'operazione è <i>cross border</i>	Thomson One Banker
D_TENDER	dummy = 1 se l'operazione è un'offerta pubblica	Thomson One Banker
TARGET_SIZE	Valore di mercato della società target stimato in funzione del prezzo pagato per l'operazione (DEALVALUE) e la percentuale acquisita (STAKE)	Elaborazioni su dati Thomson One Banker
RELSIZE	Rapporto tra il valore di mercato della società target (TARGET_SIZE) e il valore di mercato della società acquiror (ACQ_MKT_VAL)	Elaborazioni su dati Thomson One Banker
DEAL_RELSIZE	Rapporto tra il valore dell'operazione (DEALVALUE) e il valore di mercato della società acquiror (ACQ_MKT_VAL)	Elaborazioni su dati Thomson One Banker
D_BANKS	dummy = 1 se l'acquiror è una banca	Thomson One Banker
D_TECH	dummy = 1 se l'acquiror opera nel settore delle telecomunicazioni o dell'alta tecnologia	Thomson One Banker
D_GVT	dummy = 1 se l'azionista di riferimento è un Ente Pubblico o governativo	Consob/Calepino dell'azionista/Taccuino dell'azionista
D_FINANCIAL	dummy = 1 se il primo azionista è un'istituzione finanziaria (banche incluse)	Consob/Calepino dell'azionista/Taccuino dell'azionista
D_FOCUS	dummy = 1 se l'operazione è focalizzata nello stesso settore	Thomson One Banker
D_WID	dummy = 1 se la percentuale del primo azionista è < 10% = proprietà diffusa	Consob
D_FORM	dummy = 1 se l'operazione è una fusione o se l'acquiror detiene prima dell'operazione meno del 50% e dopo l'operazione più del 50%	Thomson One Banker

Tabella 3. Statistiche descrittive. DEALVALUE è il valore del deal in milioni di euro; STAKE è la quota percentuale della target acquisita nel deal; ACQ_Mkt_VAL è il *market value* della società *bidder* in milioni di euro; QPA è la quota di proprietà del primo azionista; la Q di TOBIN è stimata come rapporto tra la somma dell'*equity market value* e del valore nominale del debito (*debt book value*) e il totale dell'attivo; la variabile CASH rappresenta il rapporto tra la cassa più altre disponibilità liquide e i ricavi. TARGET_SIZE è il valore di mercato della target stimato in funzione del prezzo di acquisto e della percentuale acquisita; RELSIZE è il rapporto tra il *market value* della società target e quello della *bidder*; DEAL_RELSIZE è il rapporto tra il valore del deal e il *market value* della *bidder*. *, **, *** indicano rispettivamente significatività al 10%, 5% e 1%.

STATISTICHE DESCRITTIVE

		Q								
		DEALVALUE	STAKE	ACQ_MKT_VAL	QPA	TOBIN	CASH	TARGET_SIZE	RELSIZE	DEAL_RELSIZE
N	Valid	319	319	304	317	300	312	319	304	304
	Missing	0	0	15	2	19	7	0	15	15
Mean		663,00	56,64	9.372,84	31,15	0,73	0,96	1.230,37	0,37	0,19
Median		93,80	50,00	2.888,53	28,69	0,38	0,20	243,64	0,11	0,05
Std. Deviation		2.475,74	30,16	14.193,30	21,06	1,44	1,63	3.831,78	1,26	0,52
Minimum		10,00	10,00	32,04	0,00	0,02	0,00	10,04	0,00	0,00
Maximum		29.492,90	100,00	90.745,25	77,21	13,22	14,72	48.133,45	15,49	6,85
Percentiles	25	30,00	30,59	1.019,87	14,96	0,11	0,08	68,37	0,02	0,01
	50	93,80	50,00	2.888,53	28,69	0,38	0,20	243,64	0,11	0,05
	75	363,00	88,30	11.359,80	50,41	0,86	1,73	789,39	0,30	0,16

Analisi descrittive e analisi univariata del fenomeno delle operazioni di acquisizione e dei CAR

Come anticipato il campione finale è composto da 319 operazioni. Le società incluse nel campione sono in totale 115: ciascuna ha quindi effettuato in media circa 2,8 operazioni.

Nel 24% dei casi (76 operazioni) l'acquisizione è pagata in contanti al 100%; le altre operazioni sono caratterizzate dal pagamento in azioni della *bidder* e dal pagamento misto in azioni e in contanti. Inoltre il 78% delle operazioni riguarda acquisizioni effettuate nell'ambito dello stesso macro settore (SIC code a due cifre) mentre il 55% riguarda acquisizioni effettuate nell'ambito dello stesso settore industriale (SIC code a quattro cifre).

Coerentemente con quanto trovato da Bigelli e Mengoli (2004), le società *bidder* italiane sembrano acquisire partecipazioni di maggioranza (56,7% in media).

Il CAR60 è significativo e pari al 2,15% e, in linea con quanto trovato da Bigelli e Mengoli (2004) per gli anni 1989-1996, anche le operazioni di acquisizione effettuate dai *bidder* italiani dal 1999 al 2006 hanno creato in media valore. Il CAR4 è di poco superiore allo zero (0,01%) ma non è significativo.

L'andamento temporale dei CAR60 mostra, in linea con quanto evidenziato nel periodo precedente da Bigelli e Mengoli (2004), una netta anticipazione dell'annuncio da parte del mercato (figura 5).

Per individuare le determinanti della reazione del mercato nel periodo attorno all'annuncio dell'operazione della società *bidder* (CAR60), il campione è stato diviso in gruppi in funzione delle variabili potenzialmente esplicative ed è stata effettuata una stima delle differenze tra medie. La significatività è stata stimata con il *t-test* (tabella 4, pagina 81).

Figura 3. Distribuzione dei CAR4 e distribuzione normale.

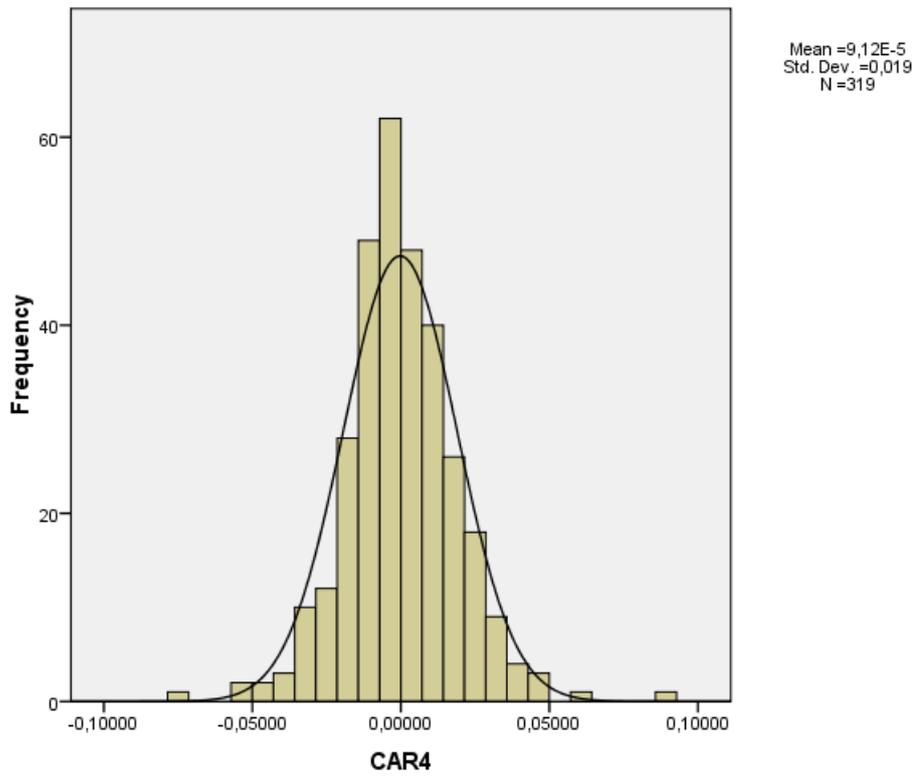


Figura 4. Distribuzione dei CAR60 e distribuzione normale.

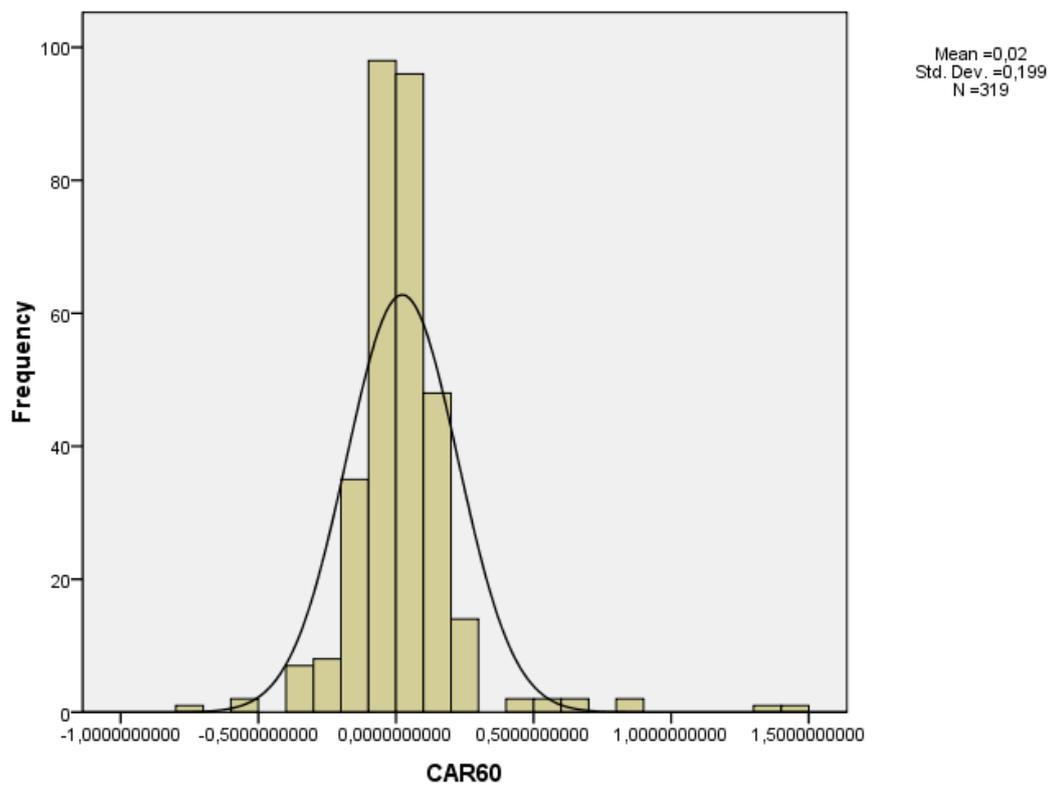


Figura 5. Campione complessivo, media dei CAR60.

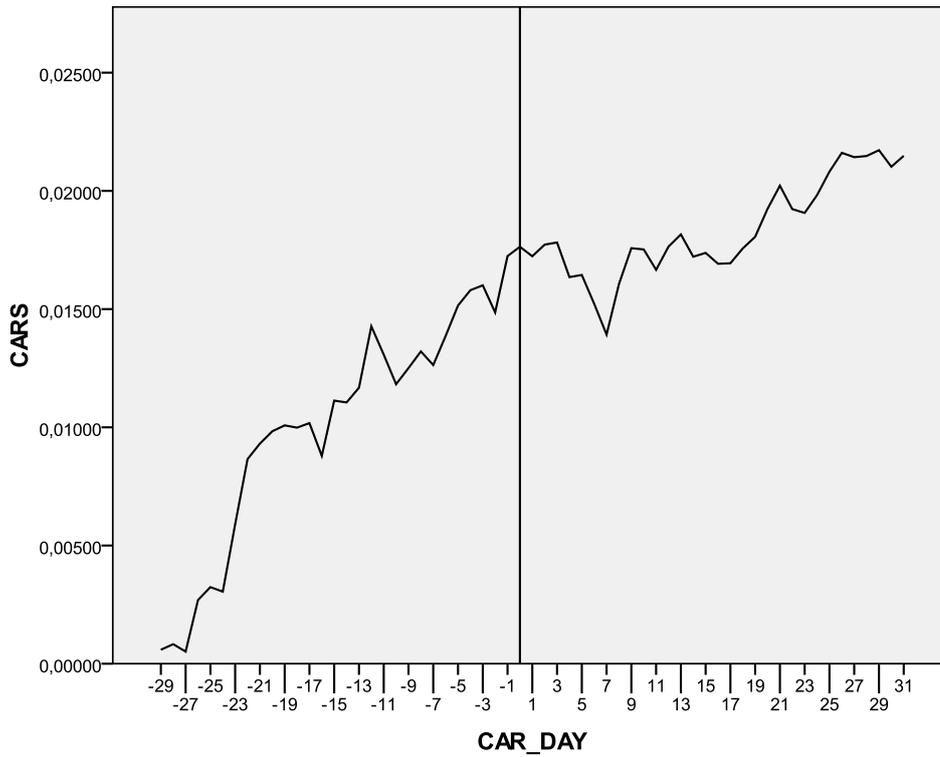
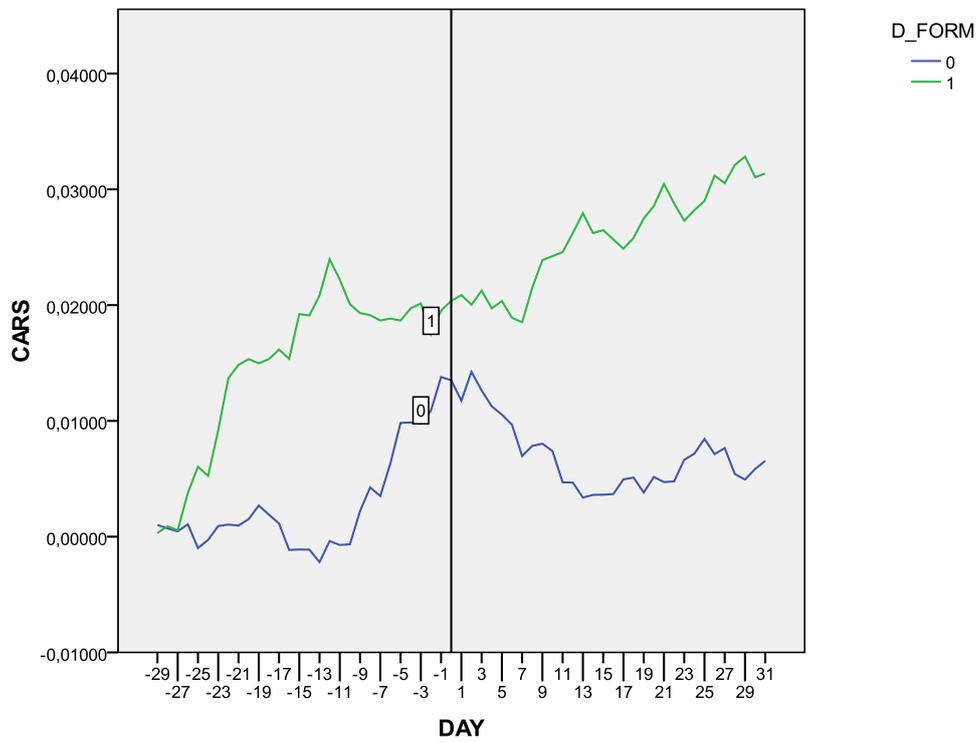


Figura 6. Campione complessivo, media dei CAR60 in funzione della variabile D_FORM, che è una dummy = 1 se l'operazione è una fusione o se l'acquiror detiene prima dell'operazione meno del 50% e dopo l'operazione più del 50% della target.



I risultati più significativi dell'analisi univariata mostrano che (tabella 4, pag. 81):

Panel A) Suddividendo il campione in due gruppi in funzione del valore mediano della dimensione dell'operazione, si nota che la reazione del mercato sembra essere decisamente migliore quando l'operazione ha un valore più piccolo (il CAR60 è pari a 6,52% contro 1,58% delle operazioni più grandi e la differenza è significativa all'1%).

Panel B) Nel 24% dei casi le società *bidder* pagano l'acquisizione al 100% in contanti e il mercato sembra giudicare positivamente con CAR pari al 2,9%. Sebbene la differenza non sia statisticamente significativa, tale risultato è in linea con quanto trovato da Bigelli e Mengoli (2004) e con la letteratura empirica sul mercato statunitense; per quanto riguarda l'Europa, recenti studi europei (Goergen e Renneboog, 2004) trovano CAR superiori nelle acquisizioni pagate in azioni, suggerendo che il pagamento in azioni proprie non indichi in realtà al mercato che le azioni della *bidder* sono sopravvalutate.

Panel E) Come anticipato, gli azionisti della società acquirente reagiscono negativamente all'annuncio di un'operazione pubblica d'acquisto (CAR60 pari a -2,13%, la differenza delle medie non è statisticamente significativa). Tuttavia i CAR4, positivi e pari allo 0,92%, suggeriscono che il giudizio del mercato è poi corretto nei giorni successivi all'operazione.

Panel F) Il campione è stato diviso in due in funzione del valore mediano del *market value* della *bidder*: le società più piccole effettuano acquisizioni migliori rispetto alle società più grandi, in linea con quanto trovato da Bigelli e Mengoli (2004); tuttavia la differenza tra i due gruppi non è significativa.

Panel H) Le operazioni che hanno come target società quotate evidenziano CAR negativi pari allo 0,93% e la differenza rispetto alle operazioni aventi ad oggetto società non quotate (CAR pari a 3,3%) è

statisticamente significativa al 5%; tale risultato è in linea con quanto trovato da Bigelli e Mengoli (2004)⁵⁷.

Panel L) Come atteso, in media il gruppo di *bidder* con strutture proprietarie piramidali (65 operazioni) ha ottenuto CAR inferiori, ancorché positivi, rispetto al gruppo non caratterizzato da strutture piramidali; tuttavia la differenza non è statisticamente significativa.

Panel M) Come atteso, in media, le società in cui il primo azionista è un ente statale, sembrano effettuare acquisizioni peggiori rispetto alle altre società; la differenza rispetto al resto del campione non è tuttavia significativa.

Panel N) Dai risultati emerge che le banche effettuano acquisizioni peggiori rispetto alle altre società: la reazione del mercato è infatti in media negativa (CAR60 pari a -0,30% circa contro un CAR60 pari al 3,32% delle altre società) con significatività al 10%.

Panel P) Le analisi relative alla dimensione della target e al rapporto dimensionale tra l'acquirente e la target suggeriscono che al crescere delle dimensioni di quest'ultima diminuiscono i CAR60, in linea con la letteratura precedente⁵⁸.

Panel U) Le 37 operazioni effettuate da *acquiror* appartenenti al settore delle comunicazioni e dell'alta tecnologia sono associate a CAR60 molto elevati (pari al 10,8%). Come previsto tale risultato trova giustificazione nella bolla speculativa della *new economy*, nel 2000, quando le società appartenenti al settore hanno registrato sensibili aumenti delle quotazioni.

Panel V) La tipologia d'acquisizione sembra avere effetto sulla reazione del mercato: alle operazioni di fusione e alle acquisizioni di partecipazioni di maggioranza (in totale 189) corrispondono CAR60 positivi, pari al 3,86%, mentre le reazioni alle altre tipologie di operazioni indicano CAR60 negativi e

⁵⁷ Tal risultato è in linea anche con Chang (1998), Fuller, Netter e Stegemoller (2002).

⁵⁸ Bigelli e Mengoli (2004), Goergen e Renneboog (2004).

pari a -0.34%; la differenza è statisticamente significativa al 5% (figura 6, pag. 77).

Le altre evidenze non sono significative. Anche se la differenza tra le medie non è significativa, le società con una maggiore disponibilità di liquidità sembrano registrare CAR inferiori.

Tuttavia si segnala l'incidenza delle operazioni *cross-border* sul totale del campione, pari a circa il 38% in linea con la tendenza europea (Martynova e Renneboog, 2006).

Tabella 4. Il campione è stato diviso in gruppi in funzione delle variabili potenzialmente esplicative ed è stata effettuata una stima delle differenze tra medie. La significatività è stata stimata con il *t-test*. Al centro il numero di osservazioni; a destra i valori di CAR rispettivi e in basso il valore del *test-t*. *, **, *** indicano significatività rispettivamente al 10%, 5% e 1%. DEALVALUE è il valore del deal; D_CASH100 è una dummy = 1 se l'operazione è regolata esclusivamente in cash al 100%; STAKE è la quota percentuale della target acquisita nel deal; D_CB è una dummy = 1 se l'operazione è crossborder; D_TENDER è una dummy = 1 se il deal è una offerta pubblica d'acquisto; ACQ_Mkt_VAL è il *market value* della società *bidder*; D_FOCUS è una dummy = 1 se sia la target sia la *bidder* appartengono allo stesso settore (SIC a 4 cifre); D_TRG_LST è una dummy = 1 se la target è quotata; la Q di TOBIN è stimata come rapporto tra la somma dell'*equity market value* e del valore nominale del debito totale e il totale dell'attivo; la variabile CASH rappresenta la liquidità in eccesso ed è stimata come il rapporto tra le disponibilità liquide (cassa e altre disponibilità liquide) e i ricavi. QPA è la quota di proprietà del primo azionista; D_PYRAMID è una dummy = 1 se la struttura della società è piramidale; D_GVT è una dummy = 1 se il primo azionista è un ente pubblico o governativo. TARGET_SIZE è il valore di mercato della target stimato in funzione del prezzo di acquisto e della percentuale acquisita; RELSIZE è il rapporto tra il *market value* della società target e quello dell'*acquiror*; DEAL_RELSIZE è il rapporto tra il *deal value* e il *market value* dell'*acquiror*. D_FORM è una dummy = 1 se l'operazione è una fusione o se l'*acquiror* detiene prima dell'operazione meno del 50% e dopo l'operazione più del 50% della target. D_TECH è una dummy = 1 se il settore dell'acquirente è comunicazione o alta tecnologia; D_BANKS è una dummy = 1 se l'acquirente è una banca.

		N	CAR60	CAR4
		319	2,15% *	0,01%
		<i>t-stat</i>	1,926	0,087
Panel A	DEALVALUE	319		
	>= 93.8	160	1,58%	0,04%
	<93.8	159	6,53%	-0,02%
	<i>t-stat</i>		-3,408 ***	0,260
Panel B	D_CASH100	319		
	0	243	1,90%	0,05%
	1	76	2,93%	-0,11%
	<i>t-stat</i>		-0,458	0,578
Panel C	STAKE	319		
	>= 50	178	3,24%	0,11%
	<50	141	0,78%	-0,12%
	<i>t-stat</i>		1,156	1,104
Panel D	D_CB	319		
	0	197	1,75%	-0,10%
	1	122	2,80%	0,19%
	<i>t-stat</i>		-40,90%	-127,90%
Panel E	D_TENDER	319		
	0	285	2,66%	-0,10%
	1	34	-2,13%	0,92%
	<i>t-stat</i>		1,435	-2,205 **
Panel F	ACQ_MKT_VAL	304		
	>= 2888.53	152	2,14%	0,10%
	<2888.53	152	3,44%	-0,08%
	<i>t-stat</i>		-0,572	0,860
Panel G	D_FOCUS	319		
	0	144	3,21%	0,05%
	1	175	1,28%	-0,03%
	<i>t-stat</i>		0,831	0,366
Panel H	D_TRG_LST	319		
	0	230	3,34%	-0,12%
	1	89	-0,93%	0,34%
	<i>t-stat</i>		2,041 **	-1,738 *
Panel I	QPA	317		
	>= 28.69	159	1,92%	0,03%
	<28.69	158	2,25%	-0,02%
	<i>t-stat</i>		-0,147	0,222

Panel L	D_PYRAMID	318		
	0	253	2,25%	-0,01%
	1	65	1,65%	0,07%
	<i>t-stat</i>		0,290	-0,289
Panel M	D_GVT	319		
	0	284	2,24%	0,04%
	1	35	1,39%	-0,20%
	<i>t-stat</i>		0,455	0,936
Panel N	D_BANKS	319		
	0	216	3,32%	-0,01%
	1	103	-0,30%	0,06%
	<i>t-stat</i>		1,758 *	0,333
Panel O	D_FINANCIAL	319		
	0	199	3,19%	-0,01%
	1	120	0,42%	0,04%
	<i>t-stat</i>		1,351	-0,246
Panel P	TARGET_SIZE	319		
	>= 243.64	159	-1,43%	0,025%
	<243.64	160	5,71%	-0,01%
	<i>t-stat</i>		-3,252 ***	0,151
Panel Q	RELSIZE	304		
	>= 0.11	152	1,91%	-0,07%
	<0.11	152	3,66%	0,09%
	<i>t-stat</i>		-0,768	-0,757
Panel R	DEAL_REALSIZE	304		
	>= 0.05	152	1,80%	-0,05%
	<0.05	152	3,774%	0,06%
	<i>t-stat</i>		-0,868	-0,513
Panel S	Q TOBIN	300		
	>= 0.38	150	2,84%	-0,09%
	<0.38	150	1,56%	0,08%
	<i>t-stat</i>		0,688	-0,792
Panel T	CASH	312		
	>= 0.20	156	0,69%	0,07%
	<0.20	156	3,95%	-0,03%
	<i>t-stat</i>		-1,440	0,474
Panel U	D_TECH	319		
	0	282	1,01%	0,02%
	1	37	10,83%	-3,40%
	<i>t-stat</i>		-2,852 ***	0,363
Panel V	D_FORM	319		
	0	130	-0,34%	-0,16%
	1	189	3,86%	0,12%
	<i>t-stat</i>		-2,029 **	-1,409

Analisi multivariata dei CAR

Per un controllo congiunto degli effetti delle variabili si procede all'analisi multivariata dei CAR60. I CAR60 risultano infatti statisticamente significativi e comprendono sia la parte precedente all'annuncio, in cui si manifestano gli effetti dei *rumors* e delle anticipazioni (Jensen e Ruback, 1983), sia la parte successiva, in cui il mercato può correggere e rivedere le reazioni iniziali, coerentemente con le analisi di Bigelli e Mengoli (2004). La differenza con i risultati dei CAR4, dello stesso segno ma non significativamente diversi da zero, conferma che questi ultimi riescono a cogliere soltanto una parte dell'effetto dell'annuncio dell'operazione.

Come osservato in precedenza, i principali risultati dell'analisi univariata dei CAR60 suggeriscono che le operazioni di fusione e le acquisizioni di partecipazioni di maggioranza, le operazioni di minore dimensione, quelle con target quotate e con acquirenti appartenenti al settore della comunicazione e dell'alta tecnologia ottengono reazioni migliori dal mercato.

Il modello 1 (tabella 5, pag. 86) considera le determinanti classiche delle acquisizioni: coerentemente con l'analisi univariata, la variabile relativa alla dimensione delle operazioni (DEALVALUE_LN) è negativa e stabilmente significativa al 10%. Con riferimento alle variabili contabili, è negativa e stabilmente significativa all'1% la variabile CASH, che segnala la quantità di risorse liquide in eccesso delle società acquirenti. In linea con quanto affermato da Jensen (1986), l'eccesso di *cash* a disposizione, stimato come rapporto tra le disponibilità liquide (cassa e altre disponibilità liquide) e i ricavi, induce il management delle società, che in Italia è diretta espressione degli azionisti di maggioranza, ad investire in modo non efficiente la liquidità a disposizione poiché questi preferiscono la massimizzazione della crescita dimensionale alla creazione del valore per gli azionisti. Maggiore è inoltre la dimensione della società combinata, e quindi della società che si cerca di acquisire, maggiore è la

possibilità in capo al management che ha avviato l'operazione, secondo quanto suggerito da Shleifer e Vishny (1989), di aumentare il peso relativo del potere personale e quindi l'estrazione di benefici privati. Tale ragione spiega, e potrebbe spiegare anche in questo caso, la relazione negativa tra la dimensione del *deal* (o della società target) e la reazione del mercato sui prezzi dell'acquirente, coerentemente con quanto mostrato da Goergen e Renneboog (2004).

Il modello 2 introduce le variabili relative alla struttura proprietaria e al settore della società acquirente: la variabile QPA, che indica la quota del primo azionista, ha segno positivo ma non è significativa. Con riferimento all'identità del primo azionista, si nota che la variabile che identifica le operazioni intraprese da *bidder* che hanno lo Stato, un Ente Pubblico o una Agenzia Governativa come primo azionista ha segno negativo sebbene non significativo. La variabile *dummy* che indica la struttura piramidale del gruppo è invece negativa, anche se non significativa. E' invece positiva, significativa e coerente con l'analisi univariata e con le attese la variabile che identifica le operazioni di *acquiror* appartenenti al settore della comunicazione e dell'alta tecnologia: tale risultato, come anticipato, non sorprende se si considera che i corsi azionari delle società di tali settori sono stati oggetto della bolla speculativa della *new economy* nel 2000.

Il modello 3 introduce la quota del primo azionista al quadrato come variabile esplicativa per verificare l'ipotesi secondo cui superata una certa soglia l'effetto di *entrenchment* è maggiore. Come suggerito da McConnell e Servaes (1990) e documentato da Bigelli e Mengoli (2004) per il mercato italiano nel periodo precedente a quello qui analizzato, la relazione potrebbe essere infatti quadratica: gli autori trovano che la relazione è positiva fino a una quota del 44%, mentre per quote superiori la relazione diventa negativa, coerentemente con l'ipotesi di *entrenchment* (Shleifer e Vishny, 1997). La variabile assume segno negativo ma non è statisticamente significativa.

Il modello 4 è una variante del modello 2 e introduce la variabile QPAPYRAM, che moltiplica la *dummy* delle operazioni di società a struttura piramidale e la quota del primo azionista: i risultati sono coerenti con il modello 2 ma la variabile non è significativa.

Pertanto i risultati dell'analisi multivariata confermano che l'eccesso di liquidità induce i manager ad effettuare operazioni sub ottimali e che il mercato, in seguito all'annuncio dell'operazione, penalizza con un giudizio negativo le società acquirenti. Inoltre la bolla speculativa degli anni 1999-2000 è determinante nella spiegazione dei risultati ottenuti dalla variabile D_TECH, che mostra una forte relazione positiva con i CAR60.

Tabella 5. Analisi multivariata

		Coefficients ^a			
		Model			
		1	2	3	4
(Constant)	Coefficients	0.1136 **	0.1073 *	0.0998	0.1124 **
	t	2.1656	1.9041	1.6219	2.0941
	Sig.	0.0312	0.0579	0.1059	0.0372
DEALVALUE_LN	Coefficients	-0.0131 *	-0.0128 *	-0.0129 *	-0.0131 *
	t	-1.8088	-1.7700	-1.7801	-1.8191
	Sig.	0.0715	0.0778	0.0761	0.0700
D_CASH100	Coefficients	0.0197	0.0282	0.0287	0.0280
	t	0.8833	1.2426	1.2591	1.2371
	Sig.	0.3778	0.2150	0.2090	0.2171
STAKE	Coefficients	0.0004	0.0002	0.0002	0.0002
	t	1.3155	0.3341	0.3744	0.4377
	Sig.	0.1894	0.7386	0.7084	0.6620
D_CB	Coefficients	-0.0031	-0.0028	-0.0036	-0.0015
	t	-0.1465	-0.1293	-0.1674	-0.0722
	Sig.	0.8837	0.8972	0.8671	0.9425
D_TENDER	Coefficients	-0.0033	0.0043	0.0049	0.0024
	t	-0.0921	0.1200	0.1352	0.0673
	Sig.	0.9267	0.9046	0.8925	0.9464
ACQ_MKT_LN	Coefficients	-0.0051	-0.0063	-0.0067	-0.0062
	t	-0.7926	-0.9109	-0.9463	-0.9022
	Sig.	0.4287	0.3631	0.3448	0.3677
D_FOCUS	Coefficients	0.0017	0.0049	0.0048	0.0050
	t	0.0884	0.2486	0.2446	0.2558
	Sig.	0.9297	0.8038	0.8070	0.7983
D_TRG_LST	Coefficients	-0.0087	-0.0110	-0.0101	-0.0107
	t	-0.3432	-0.4357	-0.3974	-0.4259
	Sig.	0.7317	0.6634	0.6914	0.6705
QTOBIN	Coefficients	0.0000	-0.0073	-0.0073	-0.0064
	t	-0.0048	-0.9557	-0.9534	-0.8411
	Sig.	0.9962	0.3401	0.3412	0.4010
CASH	Coefficients	-0.0153 ***	-0.0219 ***	-0.0221 ***	-0.0219 ***
	t	-2.6908	-3.4214	-3.4288	-3.4316
	Sig.	0.0075	0.0007	0.0007	0.0007
D_GVT	Coefficients		-0.0089	-0.0087	-0.0073
	t		-0.2694	-0.2616	-0.2238
	Sig.		0.7878	0.7938	0.8231
D_PYRAMID	Coefficients		-0.0137	-0.0135	
	t		-0.5279	-0.5196	
	Sig.		0.5980	0.6038	
QPA	Coefficients		0.0002	0.0009	
	t		0.4175	0.4023	
	Sig.		0.6766	0.6878	

D_BANKS	Coefficients	0.0347	0.0393	0.0314
	t	1.1305	1.1487	1.1363
	Sig.	0.2592	0.2517	0.2568
D_TECH	Coefficients	0.1101 ***	0.1104 ***	0.1050 ***
	t	2.9510	2.9539	2.8767
	Sig.	0.0034	0.0034	0.0043
D_FORM	Coefficients	0.0206	0.0203	0.0198
	t	0.7735	0.7584	0.7462
	Sig.	0.4399	0.4488	0.4562
QPA2	Coefficients		-0.0001	
	t		-0.3075	
	Sig.		0.7587	
QPAPYRAM	Coefficients			-0.0002
	t			-0.4253
	Sig.			0.6709

a. Dependent Variable: CAR60

N	295	295	295	295
ADJ R2	3.25% **	4.91% **	4.60% **	5.17% **
F	1.992	1.953	1.838	2.072
Sig.	0.034	0.016	0.024	0.011

Tabella 5. Variabile dipendente: CAR60. La tabella riporta i coefficienti, la statistica *t* e il *p-value* stimati dalla regressione lineare dei CAR60 (+30; -30) per i *deals* del campione per i quali sono presenti le informazioni relative alle variabili esplicative utilizzate, così come definite nella tabella 2. In particolare il modello 1 considera le variabili tradizionali relative ai *deals* e alle società: DEALVALUE_LN è il logaritmo del valore del deal; D_CASH100 è una dummy = 1 se l'operazione è regolata esclusivamente in cash al 100%; STAKE è la quota percentuale della target acquisita nel deal; D_CB è una dummy = 1 se l'operazione è *crossborder*; D_TENDER è una dummy = 1 se il deal è una *tender offer*; ACQ_Mkt_LN è il logaritmo del *market value* della società *bidder*; D_FOCUS è una dummy = 1 se sia la target sia la *bidder* appartengono allo stesso settore (SIC a 4 cifre); D_TRG_LST è una dummy = 1 se la target è quotata; la *Q* di TOBIN è stimata come rapporto tra la somma dell'*equity market value* e *book value* del debito e il totale dell'attivo; la variabile CASH rappresenta la liquidità in eccesso ed è stimata come rapporto tra le disponibilità liquide più le attività finanziarie a breve e i ricavi. Nel modello 2 si aggiungono alcune variabili riferite alla struttura proprietaria e al settore, in particolare: QPA è la quota di proprietà del primo azionista; D_PYRAMID è una dummy = 1 se la struttura della società è piramidale; D_GVT è una dummy = 1 se il primo azionista è un ente pubblico o governativo. D_TECH è una dummy = 1 se il settore dell'acquirente è comunicazione o alta tecnologia; D_BANKS è una dummy = 1 se l'acquirente è una banca. D_FORM è una dummy = 1 se l'operazione è una fusione o se l'*acquiror* detiene prima dell'operazione meno del 50% e dopo l'operazione più del 50% della target. Nel modello 3 si introduce la variabile QPA2, che è uguale alla variabile QPA al quadrato; infine nel modello 4 si sostituiscono QPA e D_PYRAMID con la variabile QPAPYRAM, pari alla moltiplicazione della variabile QPA per la dummy D_PYRAMID. *, **, *** indicano rispettivamente significatività al 10%, 5% e 1%.

V. Conclusioni

Il tema della profittabilità delle operazioni di acquisizione – intesa come creazione di valore per gli azionisti per il tramite dell’operazione – è stato oggetto dell’interesse di numerosi autori che si sono occupati di studiare, sia dal punto di vista teorico sia con analisi empiriche, le possibili motivazioni delle operazioni e gli effetti da esse prodotti sulla ricchezza degli azionisti delle società coinvolte, distinguendo l’angolo di visuale della società *bidder* e quello della società target al fine di identificare eventuali trasferimenti di ricchezza e fornire, in caso di loro presenza, le possibili spiegazioni.

L’esame della letteratura scientifica in materia mostra un’evidente differenza tra i mercati anglosassoni e quelli dell’Europa continentale che è diretta conseguenza della difformità di struttura proprietaria delle società: come è noto, infatti, a fronte di un azionariato delle società tendenzialmente diffuso e caratterizzato dalla presenza di investitori istituzionali che si riscontra negli Stati Uniti e nel Regno Unito, le società dell’Europa continentale presentano tipicamente un’elevata concentrazione della proprietà nelle mani di poche famiglie e gruppi industriali e in taluni casi dello Stato.

Ciò si traduce in una diversa connotazione del potenziale conflitto di interessi che nel primo caso riguarda essenzialmente il rapporto tra manager e *azionisti* e nel secondo caso attiene invece alla relazione tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza.

Risulta quindi un tema di grande interesse, e ha infatti formato oggetto di numerose analisi, la relazione tra le caratteristiche della struttura proprietaria della società *bidder* e la creazione di valore generata dalle operazioni di acquisizione le quali, come è noto, possono essere uno strumento per trasferimenti di ricchezza.

Con riferimento al contesto italiano l’esame di questa relazione impone di considerare alcune peculiarità dell’assetto di *corporate governance* e in particolare la presenza di strutture proprietarie piramidali, patti di sindacato,

partecipazioni incrociate, ricorso ad azioni con diritti di voto limitati o nulli, che rappresentano strumenti di potenziale trasferimento di ricchezza da azionisti di minoranza ad azionisti di controllo e in quanto tali possono essere espressione della volontà di porre in essere detto trasferimento.

In questo quadro, nel solco dello studio di Bigelli e Mengoli (2004) che dall'analisi su 228 operazioni di acquisizione annunciate da *bidder* italiane dal 1989 al 1996 riscontrano l'ipotesi di espropriazione a danno degli azionisti di minoranza e di estrazione di benefici privati, si è condotta un'analisi su 319 operazioni di acquisizione dal 1999 al 2006, al fine di verificare se le modifiche intervenute a seguito dell'introduzione del T.U.F. che, come illustrato, contiene disposizioni finalizzate ad una maggiore tutela degli azionisti di minoranza, hanno contribuito a incrementare la creazione di valore per tutti gli azionisti.

I principali risultati dell'analisi empirica condotta evidenziano che le società *bidder* italiane hanno effettuato in media operazioni valutate positivamente dal mercato.

L'analisi mostra inoltre una relazione negativa tra l'esistenza di strutture societarie piramidali nelle società *bidder* e la reazione del mercato alle operazioni di acquisizione intraprese da queste società ma tale evidenza non è statisticamente significativa. Una possibile spiegazione di ciò può essere ricondotta alla graduale tendenza alla semplificazione delle strutture di proprietà piramidali e al cambiamento normativo avviato nel 1998 per la tutela degli azionisti di minoranza, come evidenziato in altri studi sull'evoluzione della struttura proprietaria delle società italiane (Caprio e Croci, 2006, Caprio e al., 2008; Belcredi e Rigamonti, 2008). Potrebbe anche rilevare la circostanza che, come suggeriscono Bianchi e Bianco (2006), nel corso degli ultimi anni, al fine di assicurare la stabilità del controllo, per gli azionisti ha assunto sempre maggior rilievo il ricorso a coalizioni di varia natura, che spesso coinvolgono i detentori delle quote maggiori e istituti bancari; e ciò per effetto dei cambiamenti normativi e soprattutto del costo elevato delle costruzioni

piramidali e delle emissioni di azioni di risparmio e di una maggiore pressione competitiva, che avrebbero spinto alla ricerca di un modello alternativo di stabilità e detenzione del controllo. Le coalizioni e i patti di sindacato infatti assicurano agli azionisti di maggioranza la detenzione del controllo laddove questi abbiano la maggioranza all'interno della coalizione con una maggiore facilità ed economicità rispetto al caso del modello delle *holding* piramidali.

Ciò è coerente con la presenza di una relazione positiva, anch'essa statisticamente non significativa, tra la quota del primo azionista (QPA) e i CAR. La variabile relativa alla quota di partecipazione del primo azionista elevata al quadrato presenta segno negativo coerentemente con la letteratura internazionale (McConnel e Servaes, 1990) secondo cui, superata una certa soglia della partecipazione dell'azionista di controllo, un suo ulteriore aumento può generare una riduzione del grado di allineamento degli interessi tra azionisti di minoranza e di maggioranza. La variabile non ha significatività statistica; tale risultato potrebbe essere spiegato dalla marginale rilevanza della quota del primo azionista in un contesto che, differentemente dalle economie anglosassoni, è caratterizzato dalla forte presenza di patti di sindacato che potrebbe spostare la rilevanza sulla partecipazione cumulata degli aderenti ai patti parasociali e alle coalizioni, in linea con quanto recentemente suggerito da Volpin (2002), Gianfrate (2004)⁵⁹ e Bossi e Giudici (2006)⁶⁰.

Con riferimento alle variabili che identificano la tipologia del primo azionista, emerge che le società partecipate dallo Stato, dagli Enti pubblici o dalle agenzie governative e dalle banche ottengono delle performance negative nelle operazioni di acquisizione, sebbene i risultati non siano statisticamente significativi. Tale risultato era prevedibile per le partecipazioni statali, in linea con la teorizzata e documentata inefficienza dello Stato nella gestione delle

⁵⁹ Gianfrate, G. (2004), *What shareholders' coalition really want? Evidence from Italian voting trust*, Università Bocconi, Mimeo.

⁶⁰ Bossi, R., Giudici G., (2006), *Le reazioni del mercato borsistico italiano ad annunci relativi a patti parasociali*, Politecnico di Milano, Mimeo.

società (Shapiro e Willig, 1990; Hart e al, 1997; Kikieri e al. 1992; Shleifer e Vishny, 1994; Boycko e al. 1995). Si è inoltre osservato che in presenza di istituzioni finanziarie nel capitale delle società acquirenti i CAR sono inferiori rispetto al resto del campione, pur se non significativamente.

In conclusione, sebbene i risultati complessivi dell'analisi abbiano evidenziato CAR positivi, la tutela degli azionisti di minoranza in Italia sembra essere un traguardo non prossimo⁶¹. In particolare rilevano la scarsa presenza di investitori istituzionali attivi nell'azionariato delle società quotate e la propensione dei manager, espressione diretta degli azionisti di controllo, ad effettuare operazioni finalizzate all'accrescimento dimensionale delle società e di conseguenza all'aumento dei benefici privati e della propria influenza economica, esercitabile non soltanto attraverso strumenti quali la costituzione di strutture piramidali complesse e l'emissione di azioni prive dei diritti di voto ma anche attraverso un più ampio utilizzo di strumenti alternativi quali patti di sindacato, coalizioni e intrecci tra azionisti di controllo e istituti bancari.

⁶¹ Si evidenzia peraltro che in risposta agli sviluppi della recente crisi sui mercati finanziari internazionali, le autorità politiche italiane hanno introdotto nel quadro normativo recentissime disposizioni (decreto legge numero 5 del 2009) sulle misure difensive contro le offerte pubbliche d'acquisto (tra cui l'innalzamento del limite d'acquisto di azioni proprie dal 10% al 20%, l'aumento dal 3% al 5% delle azioni che il socio di controllo può acquistare ogni anno senza incorrere in obblighi di Opa e la facoltà per la Consob di ridurre la soglia per la segnalazione della presenza nel capitale delle società dal 2% all'1% per cento) che la stessa Autorità garante per la concorrenza e il mercato e alcuni studiosi (Onado, 5 maggio 2009, lavoce.info) hanno ritenuto "un rischio di congelamento degli assetti di controllo con possibili impatti negativi sugli incentivi all'investimento e sul corretto funzionamento dei mercati": una marcia indietro rispetto alla tendenza delineatasi negli ultimi anni, a partire dalla Riforma del 1998 e dal recepimento della Direttiva Europea del 2004. L'Autorità spera, per la salute e l'efficienza del mercato finanziario italiano, che tale tendenza abbia soltanto una valenza temporanea.

Bibliografia

Agrawal, A., and J. Jaffe (2003) "Do Takeover Targets Under-perform? Evidence from Operating and Stock Returns", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(5), 721-746.

Agrawal, A., J. F. Jaffe, and G. N. Mandelker, (1992) "The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an Anomaly", *Journal of Finance* 47, 1605-1622.

Akhigbe, A., Madura, J. & Tucker, A.L. 1997, "Long-term valuation effects of shareholder activism", *Applied Financial Economics*, vol. 7, no. 5, pp. 567-573.

Amihud, Y., and B. Lev, (1981), "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *Bell Journal of Economics* 12, 605-617.

Anderson, C. and G. Mandelker (1993), "Long run return anomalies and the book-to-market effect: evidence on mergers and IPOs", *Unpublished Working Paper*, Joseph M. Katz Graduate School of Business, University of Pittsburgh.

Anderson, R.C., T.W. Bates, J.M. Bizjak, and L.M. Lemmon (1998), "Corporate Governance and Firm Diversification", *Unpublished Manuscript*, Washington and Lee University.

Andrade, G., and E., Stafford (2004), "Investigating the economic role of mergers", *Journal of Corporate Finance* 10, 1-36.

Andrade, G., M. L. Mitchell, and E. Stafford (2001), "New Evidence and Perspectives on Mergers", *Journal of Economic Perspectives* 15 (2), 103-120.

Ang, J.S., and Y. Cheng (2003), "Direct Evidence On The Market-Driven Acquisitions Theory", *SSRN working paper* No 391569.

Angelillis, A. & Mosca C. (2007), "Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Commissione Europea", *Rivista delle società*, pp. 1107-1170.

Bae, K., J. Kang, and J. Kim (2002), "Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups", *Journal of Finance* 57(6), 2695-2740.

Baker, M., R.S. Ruback, and J. Wurgler (2004), "Behavioral Corporate Finance: A Survey", *NBER Working Paper* No. 10863.

Barber, B.M. and J.D. Lyon (1997), "Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test Statistics", *Journal of Financial Economics* 43, 341-372.

Barber, B.M., J.D. Lyon, and C. Tsai (1999), "Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns", *Journal of Finance* 54, 165-201.

Barca, F., & Becht, M. (2000). *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press.

Barca, F., & Becht, M. (2001). *The Control of Corporate Europe*. New York: Oxford University Press.

Barca, F., M. Bianchi, F. Brioschi et al. (1994), *Assetti proprietari e mercato delle imprese - Vol. II Gruppo, proprietà e controllo nelle imprese italiane medio-grandi*, Il Mulino

Barclay, M., Holderness, C. (1990), "Negotiated block trades and corporate control", University of Rochester, Rochester, *Working Paper*

Becht M. e Mayer C. (2001), *The control of corporate Europe: introduction*, in Barca-Becht (editors), *The control of corporate Europe*,

Becht, M. (1997), "Beneficial ownership of listed companies in the United States", *The separation of ownership and control: a survey of 7 european countries*, Preliminary report to the European commission, vol. 4, Brussels, European corporate governance network.

Belcredi, M., Rigamonti, S. (2008), "Ownership and Board Structure in Italy (1978-2003)", Working paper.

Berger, A.N. & Bonaccorsi di Patti, E. (2006), "Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry", *Journal of Banking & Finance*, vol. 30, no. 4, pp. 1065-1102.

Berger, A.N., Clarke, G.R.G., Cull, R., Klapper, L. & Udell, G.F. (2005), "Corporate governance and bank performance: A joint analysis of the static, selection, and dynamic effects of domestic, foreign, and state ownership", *Journal of Banking & Finance*, vol. 29, no. 8-9, pp. 2179-2221.

Berger, P.G., and E. Ofek (1995), "Diversification's Effect on Firm Value", *Journal of Financial Economics* 37(1), 39-65.

Berkovitch, E. and M.P. Narayanan (1993), "Motives for Takeovers: An Empirical Investigation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28 (3), 347-362.

Berle, A. A. and G.C. Means (1932), "The modern corporation and property", New York: Harcourt, Brace & World.

Bhagat, S., A. Shleifer and R. Vishny (1990), "Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization", *Brookings Papers on Economic Activity*, Special Issue 0(0), 1-72.

Bhagat, S., M. Dong, D. Hirshleifer, and R. Noah (2004), "Do Tender Offers Create Value? New Methods and Evidence", *Dice Center Working Paper* No. 2004-4.

Bianchi M. & Enriques L. (2001), "Corporate governance in Italy after the 1998 reform: what role for institutional investors?", *Quaderni di finanza – studi e ricerche*, No.43

Bianchi, M., Bianco, M., (2006) "Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids to Coalitions?". *ECGI - Finance Working Paper* No. 144/2006. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=952147>

Bianchi, M., Bianco, M., Enriques, L., (2001) "Pyramidal Groups and the Separation between Ownership and Control in Italy". Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=293882>

Bigelli M, Mehrotra V., Rau Raghavendra P. (2008), "Expropriation, Unification, and Corporate Governance in Italy", *Finance Working Paper*, N.180.

Bigelli, M., Mengoli, S. (2004), "Sub-Optimal Acquisition Decisions under a Majority Shareholder System", *Journal of Management and Governance*, no. 8, pp. 373-405.

Blair, M. (1993), "The Deal Decade: What Takeovers and Leveraged Buyouts Mean for Corporate Governance", Brookings Institution: Washington D.C.

Boot A., T. Milbourn and A. Thakor (1999), "Megamergers and Expanded Scope: Theories of Bank Size and Activity Diversity", *Journal of Banking and Finance* 23, 195-214.

Boubajer S. & Labègorre F. (2007), "Ownership structure, corporate governance and analyst following: A study of French listed firms", *Journal of Banking & Finance*.

Boubakri, N., Cosset, J. & Guedhami, O. (2005), "Liberalization, corporate governance and the performance of privatized firms in developing countries", *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, no. 5, pp. 767-790.

Bouwman C., K.P. Fuller, and A. Nain (2003), "Stock market valuation and mergers", *MIT/Sloan Management Review*.

Bradley, M. (1980) "Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control", *Journal of Business* 53 (4), 345-376.

Bradley, M. and G.A. Jarrell (1980), "The Economic Effects of Federal and State Regulations of Cash Tender Offers", *Journal of Law and Economics* 23(2), 371-407.

Bradley, M. and G.A. Jarrell (1988), Comment, in J. C. Coffee, L. Lowenstein, and S. Rose-Ackerman (eds.), "Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover", Oxford University Press.

Bradley, M., A. Desai, and E.H. Kim (1988), "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics* 21 (1), 3-40.

Bradley, M.H., and Sundaram, A.K. (2004), "Do Acquisitions Drive Performance or Does Performance Drive Acquisitions?", *SSRN Working Paper*

Brav, A. (2000), "Inference in Long-Horizon Event Studies: A Bayesian Approach with Application to Initial Public Offerings", *Journal of Finance* 55(5), 1979-2016.

Brown, S.J. and Jerold B. Warner, 1985, Using daily stock returns: The case of event studies, *Journal of Financial Economics* 14, 3-31.

Brown, W.O., Maloney, M.T. (1999), "Exit, Voice, and the Role of Corporate Directors: Evidence From Acquisition Performance", *Working paper*

- Bruner, R.F. (2003), "Does M&A Pay?", Chapter 3 in R.F. Bruner (ed), *Applied Merges and Acquisitions*, Wiley Finance
- Buhner, R. (1991), "The Success of Mergers in Germany", *International Journal of Industrial Organization* 9(4), 513-32.
- Burch, T., and V. Nanda (2002), "Divisional Diversity and The Conglomerate Discount: Evidence From Spin-Offs" *Journal of Financial Economics* 70, 69-98.
- Burkart, M., & Panunzi, F. (2006). "Agency conflicts, ownership concentration, and legal shareholder protection", *Journal of Financial Intermediation*, 15(1), 1-31.
- Burkart, M., Panunzi, F. (2006), "Takeover", Working Paper.
- Buyschaert, An, Marc Deloof, and Marc Jegers, 2002, Equity sales in Belgian corporate groups: Expropriation of minority shareholders? A clinical study, *Journal of Corporate* 11,20-56
- Byrd, J. and K. Hickman (1992), "Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence From Tender Offer Bids", *Journal of Financial Economics* 32, 195-214.
- Cable J., J. Palfrey, and J. Runge (1980), "Economic Determinants and Effects of Mergers in West Germany", 1964-74, *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft-(JITE)* 136(2), 226-48.
- Campa, J.M. and I. Hernando (2004), "Shareholder Value Creation in European M&As", *CEPR Discussion Paper* No. 4400.
- Caprio, L., Del Giudice, A., Croci, E., (2008) "Ownership Structure, Family Control, and Acquisition Decisions. SSRN working paper Available available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1293853>
- Caprio, L; Croci, E. (2008), "The determinants of the voting premium in Italy: The evidence from 1974 to 2003", *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, no. 11, pp. 2433-2443
- Carline, N., S. Linn, and P. Yadav (2002), "The Impact of Firm-Specific and Deal-Specific Factors on the Real Gains in Corporate Mergers and Acquisitions: An Empirical Analysis", *University of Oklahoma Working Paper*.
- Chandler, A. D. (1962), "Strategy and structure: chapters in the history of the industrial enterprise", *The M.I.T. Press, Cambridge, Mass.*
- Chang, S. (1998), "Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns", *Journal of Finance* 53, 773-784.
- Chen, X., Harford, J. & Li, K. 2007, "Monitoring: Which institutions matter?", *Journal of Financial Economics*, vol. 86, no. 2, pp. 279-305.
- Claessens, S., Djankov, S., Lang, L., 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- Claessens, Stijn, and Joseph P. H. Fan, 2002, Corporate governance in Asia: A survey, *International Review of Finance* 3, 71-103.
- Cornett, M., Marcus A.J., Saunders, A., Tehranian, H. (2007), "The impact of institutional ownership on corporate operating performance", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, no. 6, pp.1771 – 1794
- Croci, E. (2004), "The Long Run Evidence about Corporate Raiders in Europe", *Unpublished Working Paper*, EFMA 2004 Basel Meeting.
- D'Ambrosio, R. (1998). Commentario. In C. Rabitti Bedogni, *Il Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria* (p. 589-612). Giuffrè Editore.
- Danbolt, J. (2004), "Target company cross-border effects in acquisitions into the UK", *European Financial Management* 10 (1), 83-108.
- Datta S., M. Iskandar-Datta, and K. Raman (2001), "Executive Compensation and Corporate Acquisition Decisions", *Journal of Finance* 56(6), 2299-2336.
- De Jong, A., D.V. Dejong, G. Mertens, and P. Roosenboom (2005), "Royal Ahold: A Failure of Corporate Governance", *ECGIFinance Working Paper* No. 67/2005
- De Long, G. (2001), "Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers", *Journal of Financial Economics* 59, 221-252
- Demsetz, H., and Lehn, K. (1985), The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.

- Dennis, D. K. and J. J. McConnell (1986), "Corporate mergers and security returns", *Journal of Financial Economics* 16, 143-187.
- Desai, M. A., Dyck, A., & Zingales, L. (2007), "Theft and taxes", *Journal of Financial Economics*, 84(3), 591-623.
- Dodd, P. (1980), "Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics* 8, 105-137.
- Dodd, P. and R. Ruback (1977), "Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics* 5 (3), 351-374.
- Donaldson, G. (1994), "Corporate Restructuring in the 1980s – and its Import for the 1990s", *Journal of Applied Corporate Finance*, 60-71
- Donaldson, G., and J.W., Lorsch (1993), "Decision making at the top: the shaping of strategic direction", *Basic Books*, New York
- Dong, M., D. Hirshleifer, S. Richardson, and S.H. Teoh (2003), "Does investor misvaluation drive the takeover market?", *Unpublished Working Paper*, Ohio State University, Columbus, Ohio.
- Doukas, J., and N.G. Travlos (2001), "The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions", in Philippatos G.C., Koutmos G. (eds.), *International securities. Volume 1*, Massachusetts: Elgar.
- Doukas, J., M. Holmen, and N. Travlos (2001), "Corporate diversification and firm performance: Evidence from Swedish Acquisitions", *SSRN Working Paper*.
- Duggal, R. & Millar, J.A. (1999), "Institutional ownership and firm performance: The case of bidder returns", *Journal of Corporate Finance*, vol. 5, no. 2, pp. 103-117.
- Dyck, A. & Zingales, L. 2004, "Private Benefits of Control: An International Comparison", *Journal of Finance*, vol. 59, no. 2.
- Eckbo, B. E. (1983), "Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics* 11(1-4), 241-274.
- Eckbo, B. E. (1986), "Mergers and the Market for Corporate Control: The Canadian Evidence", *The Canadian Journal of Economics; Revue Canadienne D'Economie*; Malden, 236-260
- Eckbo, B. E. (ed.), (2008) *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Volume 2, Elsevier/North-Holland Handbook of Finance Series*.
- Eckbo, B. E. and H. Langohr (1989), "Information Disclosure, Method of Payment, and Takeover Premiums: Public and Private Tender Offers in France", *Journal of Financial Economics*, 363
- Eckbo, B. E., R. M. Giammarino, and R. L. Heinkel (1990), "Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers: theory and tests", *Review of Financial Studies* 3, 651-675.
- Eckbo, B.E. (1983), "Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics* 11(1-4), 241-274.
- Eis, C. (1969), "The 1919-1930 Merger Movement in American Industry", *Journal of Law and Economics* 12(2), 267-96.
- Ellert, J.C. (1976), "Mergers, Antitrust Law Enforcement and Stockholder Returns", *Journal of Finance* 31(2), 715-32
- Eun C. S., Kolodny R., Scheraga C. (1996), Cross-border acquisitions and shareholder wealth: tests of the synergy and internalization hypotheses. *Journal of Banking & Finance* 20(9): 1559-1582.
- Faccio, M., & Lang, L. H. P. (2002), "The ultimate ownership of western european corporations", *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.
- Faccio, M., and D. Stolin (2003), "Expropriation vs. Proportional Sharing in Corporate Acquisitions", *Journal of Business*, forthcoming.
- Faccio, M., and R. Masulis (2005), "The Choice Of Payment Method in European Mergers and Acquisitions", *Journal of Finance* 60(3), 1345-1388.
- Faccio, M., J.J. McConnell, and D. Stolin (2004), "Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, forthcoming
- Fama E., L. Fisher, M. Jensen, and R. Roll (1969), "The Adjustment of Stock Prices to New Information", *International Economic Review*, 1-21.

- Fama, E. F. (1998), "Market efficiency, long-term returns, and behavioural finance", *Journal of Financial Economics* 49, 283-306.
- Fan, J., and V. Goyal (2002), "On the Patterns and Wealth Effects of Vertical Mergers", *Hong Kong University of Science & Technology Working Paper*.
- Firth, M. (1980), "Take-overs, Shareholder Returns and the Theory of the Firm", *Quarterly Journal of Economics* 94, 234-260.
- Franks, J. R. and R. S. Harris (1989), "Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the U.K. experience 1955-1985", *Journal of Financial Economics* 23, 225-249.
- Franks, J., and C. Mayer (1996), "Hostile takeovers and the correction of managerial failure", *Journal of Financial Economics* 40, 163-181.
- Franks, J., C. Mayer (2001), Ownership and control of German corporations. *Review of Financial Studies*, 14, 943-977.
- Franks, J., C. Mayer, and L. Renneboog (2001), "Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies?", *Journal of Financial Intermediation* 14, 943-977.
- Franks, J., R. Harris, and S. Titman (1991), "The Postmerger Share-Price Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics* 29, 81-96.
- Franks, J.R., R.S. Harris and C. Mayer (1988), "Means of Payment in Take-over: Results for the United Kingdom and the United States", in Auerbach A.J. (ed.), *Corporate Take-overs: Causes and Consequences*, NBER Chicago, University of Chicago Press.
- Franks, J.R., J.E. Broyles and M.J. Hecht (1977), "An Industry Study of the Profitability of Mergers in the UK", *Journal of Finance* 32, 1513-1525.
- Fuller, K., J. Netter, and M. Stegemoller (2002), "What do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions", *Journal of Finance* 57(4), 1763-1793.
- Gao, L. and P.S. Sudarsanam (2003), "Value Creation in UK High Technology Acquisitions", *Working Paper*, EFMA 2004 Basel Meetings.
- Ghosh, A. (2001), "Does Operating Performance Really Improve following Corporate Acquisitions?", *Journal of Corporate Finance* 7 (2), 151-178.
- Goergen, M., and L. Renneboog (2004), "Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids", *European Financial Management* 10(1), 9-45.
- Goergen, M., Martynova, M., Renneboog, L. (2005), "Corporate governance convergence: evidence from takeover regulation reforms in Europe", *Oxford Review of Economic Policy* vol. 21 n.2, pag. 243-268.
- Golbe, D.L., and L.J. White (1987), "A Time Series Analysis of Mergers and Acquisitions in the US Economy, in Auerbach", A.J. (ed.), *Corporate Takeovers*, Chicago: University of Chicago Press, 265-305.
- Golbe, D.L., and L.J. White (1993), "Catch a Wave: The Time Series Behaviour of Mergers", *Review of Economics and Statistics* 75, 493-497.
- Gort, M. (1962), "Diversification and integration in American industry", Princeton University Press
- Gort, M. (1969), "An Economic Disturbance Theory of Mergers", *Quarterly Journal of Economics* 83, 624-642.
- Gorton, G., M., Kahl, and R., Rosen (2000), "Eat or be eaten: a theory of mergers and merger waves", *Unpublished working paper*, University of Pennsylvania, Philadelphia, Pennsylvania.
- Graham, J., M. Lemmon, and J. Wolf (2002), "Does corporate diversification destroy value?", *Journal of Finance* 57, 695-720.
- Graham, J.R. (1999), "Herding among Investment Newsletters: Theory and Evidence", *Journal of Finance*, 237-268.
- Gregory, A. (1997), "An examination of the long run performance of UK acquiring firms", *Journal of Business Finance and Accounting* 24, 971-1002.
- Grossman, S. and Hart O., (1988) "One Share/One Vote and the Market for Corporate Control" *Journal of Financial Economics*, vol. 20, no. 1/2, 1988, pp. 175-202.
- Gualtieri, P. (1995). Le emissioni di azioni e le offerte al pubblico di strumenti finanziari. In A. Banfi, *Tecnica dei mercati dei valori mobiliari*. Utet.
- Gualtieri, P. (1998). Le emissioni di azioni e le offerte al pubblico di strumenti finanziari. In A. Banfi, *I mercati e gli strumenti finanziari*. Utet Università.

- Gugler K., D.C. Mueller, B.B. Yurtoglu, and C Zulehner (2003), "The effects of mergers: an international comparison", *International Journal of Industrial Organization* 21, 625–653.
- Gugler, K., D.C. Mueller, and B.B. Yurtoglu (2003), "The Determinants of Merger Waves", *Mimeo*, University of Vienna.
- Halpern, P.J. (1973), "Empirical Estimates of the Amount and Distribution of Gains to Companies in Mergers", *Journal of Business* 46(4), 554–75
- Hansmann, H., and R. Kraakman (2003), "The End Of History For Corporate Law", in J. Gordon and M. Roe eds., *Are Corporate Governance Systems Converging*, University of Chicago Press.
- Harford, J. (1999), "Corporate Cash Reserves and Acquisitions", *Journal of Finance* 54 (6), 1969–1997.
- Harford, J. (2001), "Takeover bids and target directors' incentives: The impact of a bid on directors wealth and board seats", *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Harford, J. (2003), "Efficient and Distortional Components to Industry Merger Waves", *Unpublished Working Paper*, AFA 2004 San Diego Meetings.
- Harford, J. (2005), "What drives merger waves?", *Journal of Financial Economics*, 77(3), 529–560.
- Hart, O. (1995), "Corporate Governance: Some Theory and Implications", *Economic Journal* 105, 678–689.
- Hart, O., and J. Moore (1990), "Property Rights and the Nature of the Firm", *The Journal of Political Economy* 98, 1119–58.
- Hart, O., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1997), "The proper scope of government: theory and an application to prisons", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, no. 4, pp. 1126–1161.
- Hasbrouck, J., (1985), "The Characteristics of Takeover Targets: Q and Other Measures", *Journal of Banking and Finance* 9, 351– 362.
- Haugen, R.A., and J.G. Udell, (1972), "Rates of Return to Stockholders of Acquired Companies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 7(1), 1387–98.
- Healy, P. M., K. G. Palepu, and R. S. Ruback, (1992), "Does corporate performance improve after mergers?", *Journal of Financial Economics* 31, 135–175.
- Himmelberg, C., Hubbard, R.G., Palia, D., (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics* 53, 353–384.
- Holderness, C., Kroszner, R., Sheehan, D., 1999. Were the good old days that good? Evolution of managerial stock ownership and corporate governance since the great depression. *Journal of Finance* 54, 435–469.
- Holderness, C.G., Sheehan D. P.(1998), "Constraints on Large-Block Shareholders", Working paper.
- Holmen, M., and J. Knopf (2004), "Minority Shareholder Protections and the Private Benefits of Control for Swedish Mergers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39(1), 167–91.
- Holmström, B., and S.N. Kaplan (2001), "Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s", *Journal of Economic Perspectives* 15, 121–144.
- Ikeda, K., and N. Doi (1983), "The performance of merging firms in Japanese manufacturing industry: 1964–75", *Journal of Industrial Economics* 31, 257–266.
- Jarrell, G. A., J. A. Brickley, and J. M. Netter (1988), "The market for corporate control: the empirical evidence since 1980", *Journal of Economic Perspectives* 2, 49–68.
- Jarrell, G. and A. Poulsen (1989), "The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades", *Financial Management* 18 (3), 12–19.
- Jenny, F., A.P. Weber (1980), "France, 1962–72, in Mueller, D.C. (ed.)", *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison*, Oelgeschlager, Gunn & Hain, Cambridge, MA, 133–162.
- Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review* 76 (2), 323–329.
- Jensen, M. (1988), "Takeovers: Their Causes and Consequences", *Journal of Economic Perspectives* 2, 21–48.
- Jensen, M. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance* 48, 831–880.
- Jensen, M. (2002), "Takeovers: Folklore and Science", *SSRN Working Paper*

- Jensen, M., Meckling, W. H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M., Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225.
- Jensen, M., S. Ruback (1983), "The market for corporate control: The scientific evidence", *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.
- Jovanovic, B., and P. Rousseau (2001), "Mergers and technological change: 1885-2001", *Unpublished working paper, New York University*, New York, New York.
- Jovanovic, B., and P. Rousseau, (2002), "Mergers as Reallocation", *NBER Working Paper No. 9279*.
- Jovanovic, B., and P. Rousseau, (2002), "The Q-Theory Of Mergers", *American Economic Review*, Papers and Proceedings 92 (2), 198-204.
- Kaplan, S. and M. Weisbach, (1992), "The Success of Acquisitions: Evidence From Divestitures", *Journal of Finance* 47 (1), 107- 138.
- King, M. R., Padalko M. 2005, "Pre-Bid Rum-Ups Ahead of Canadian Takeovers: How Big Is the Problem?", *Bank of Canada Working Paper*, no. 3.
- Klein, P.G. (2001), "Were The Acquisitive Conglomerates Inefficient?", *Journal of Economics* 32, 745-761.
- Kohers, N. and T. Kohers (2000), "The Value Creation Potential of High-Tech Mergers", *Financial Analysts Journal* 53 (3), 40-48.
- Kohers, N. and T. Kohers (2001), "Takeovers of Technology Firms: Expectations vs. Reality", *Financial Management*, 35-54.
- Kothari, S. P. 2001, "Capital markets research in accounting", *Journal of Accounting and Economics*, no. 31, pp. 105-231.
- Kummer, D. and R. Hoffmeister (1978), "Valuation consequences of cash tender offers", *Journal of Finance* 33(2), 505-516.
- Kumps, A. and R. Wtterwulge (1980), Belgium, 1962-74, in Mueller, D.C. (ed.), "The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison". Oelgeschlager, Gunn & Hain, Cambridge, MA, 67-97.
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R. (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, vol. 106, no.5, pp.1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R. (1997), "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, vol. 52, no. 3, pp. 1131-1150
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R. (2000), "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R., (2000), Agency problems and dividend policies around the world, *Journal of Finance* 55,1-33.
- Lambert, R.A. and D.F. Larcker (1987), "Executive Compensation Effects of Large Corporate Acquisitions", *Journal of Accounting and Public Policy* 6(4), 231-243.
- Lambrecht, B. M. (2004). The timing and terms of mergers motivated by economies of scale. *Journal of Financial Economics*, 72(1), 41-62.
- Lamont, O., and C. Polk (2002), "The Diversification Discount: Cash Flows Versus Returns", *Journal of Finance* 56, 1693-1721.
- Lang, L., and R.M. Stulz (1994), "Tobin's Q. Corporate Diversification and Firm Performance", *Journal of Political Economy* 102, 1248-80.
- Lang, L., R. Stulz and R. Walkling (1991), "A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns", *Journal of Financial Economics* 29(2), 315-335.
- Lang, L., R. Stulz, and R. Walkling (1989), "Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers", *Journal of Financial Economics* 24 (1), 137-154.
- Langetieg, T. (1978), "An Application of a Three-Factor Performance Index to Measure Stockholders Gains from Merger", *Journal of Financial Economics* 6(4), 365-384.

- Lehn, K. and M. Zhao (2003), "CEO Turnover after Acquisitions: Do Bad Bidders get Fired?", *Unpublished Working Paper*, AFA 2004 San Diego Meeting.
- Lewellen, W. (1971), "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger", *Journal of Finance* 26, 521-545.
- Lewellen, W., C. Loderer, and A. Rosenfeld (1985), "Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms", *Journal of Accounting and Economics* 7, 209-231.
- Lichtenberg, F.R. (1992), "Industrial Diversification and Its Consequences for Productivity", *Journal of Economic Behaviour and Organization* 18, 427-438.
- Liebeskind, J., and T. Opler (1993), "The Causes of Corporate Refocusing", *Unpublished manuscript*, School of Business Administration, University of South California and Southern Methodist University.
- Limmack, R. J. (1991), "Corporate mergers and shareholder wealth effects: 1977-1986", *Accounting and Business Research* 21, 239-251.
- Linciano N. 2002, "Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione", *Quadri di Finanza: studi e ricerche*, no. 53.
- Linn, S. and J. Switzer (2001), "Are cash acquisitions associated with better post combination operating performance than stock acquisitions?", *Journal of Banking and Finance* 25, 1113-1138.
- Lintner, J. (1971), "Expectations, Mergers and Equilibrium in Purely Competitive Securities Markets", *American Economic Review* 61(2), 101-11.
- Lipton, M. (1979), "Takeover Bids in the Target's Boardroom", *Business Lawyer* 35, 101-134.
- Lipton, M. (2001), "Mergers: Past, Present and Future", *Internal Report*, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz
- Loderer C. and K. Martin (1990), "Corporate Acquisitions by Listed Firms: The Experience of a Comprehensive Sample", *Financial Management* 19 (4), 17-33.
- Loderer, C. and K. Martin (1992), "Post acquisition performance of acquiring firms", *Financial Management* 21(3), 69-79.
- MacKinlay, A. C. 1997, "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economics Literature*, vol. 35, pp. 13-39.
- Magenheim, E. B. and D. C. Mueller (1988), "Are acquiring firm shareholders better off after an acquisition", in J. C. Coffee, Jr., L. Lowenstein, and S. Rose-Ackerman (eds), *Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, New York, Oxford University Press.
- Maksimovic, V., and G. Phillips (2001), "The Market For Corporate Assets: Who Engages In Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains?", *Journal of Finance* 56 (6), 2019-2065.
- Maksimovic, V., and G. M. Phillips (2004), "The Industry Life Cycle and Acquisitions and Investment: Does Firm Organization Matter?", *Working Paper*, AFA 2005 Philadelphia Meetings Paper.
- Malatesta P. H. (1983), "The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms", *Journal of Financial Economics* 11, 155-181.
- Malmendier, U., and G. Tate (2003), "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction", *Stanford University Working Paper*.
- Malmendier, U., and G., Tate (2004), "CEO Overconfidence and Corporate Investment", *Journal of Finance*, forthcoming
- Malmendier, U., and G., Tate Malmendier, U., and G. Tate (2003), "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction", *Stanford University Working Paper*.
- Mandelker, G. (1974), "Risk and return: the case of merging firms", *Journal of Financial Economics* 1, 303-335.
- Maquiera, C., W. Megginson, and L. Nail (1998), "Wealth Creation Versus Wealth Redistributions in Pure Stock-For-Stock Mergers", *Journal of Financial Economics* 48 (1), 3-33.
- Markham, J. (1955), "Survey of the Evidence and Findings on Mergers", in *Business Concentration and Price Policy*, Princeton: Princeton University Press.
- Markham, J. W. (1973), "Conglomerate enterprise and public policy", Harvard University: Boston
- Martin, J.D., and A. Sayrak (2003), "Corporate Diversification and Shareholder Value: A Survey of Recent Literature", *Journal of Corporate Finance* 9, 37-57.

- Martin, K. (1996), "The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Managerial Ownership", *Journal of Finance* 51, 1227-1246.
- Martin, K.J., and J.J. McConnell (1991), "Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover", *Journal of Finance* 46, 671-687.
- Martynova, M., Renneboog, L. (2006), "'The performance of the European market for corporate control : evidence from the 5th takeover wave,'" Discussion Paper 118, Tilburg University, Center for Economic Research
- Martynova, M., and L. Renneboog (2006), "Mergers and Acquisitions in Europe: The Fifth Takeover Wave", in L. Renneboog and J. Grazell (eds.), *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, Amsterdam: Elsevier, forthcoming
- Martynova, M., and L. Renneboog (2008), "A century of corporate takeovers: what have we learned and where do we stand?", in *Journal of Banking and Finance* 32, 2148-2177.
- Matsusaka J. (1991), "Mergers: Theory and Evidence", *Dissertation*, University of Chicago.
- Matsusaka, J. (1992), "Target Profits and Managerial Discipline During the Conglomerate Merger Wave", *Journal of Industrial Economics*, 179-189.
- Matsusaka, J. (1993), "Takeover Motives During the Conglomerate Merger Wave", *RAND Journal of Economics* 24, 357-379.
- Matsusaka, J. (1996), "Did Tough Antitrust Enforcement Cause the Diversification of American Corporations?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 283-294.
- McConnell, J.J. & Servaes, H. (1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, no. 2, pp. 595-612.
- McGowan, J.J. (1971), "International Comparisons of Merger Activity", *Journal of Law and Economics* 14(1), 233-50.
- Meeks, G. (1977), "Disappointing Marriage: A Study of the Gains From Merger", Cambridge: Cambridge University Press.
- Melicher, R., J. Ledolter, and L. D'Antonio (1983), "A Time Series Analysis of Aggregate Merger Activity", *The Review of Economics and Statistics* 65, 423-430.
- Mengoli, S., Pazzaglia, F., Sapienza, E. (2009) Is It Still Pizza, Spaghetti and Mandolino? Effect of Governance Reforms on Corporate Ownership in Italy. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=966085>
- Meschi M. 1997, "Analytical Perspectives on Mergers and Acquisitions. A Survey", *Research Papers in International Business*, no. 5.
- Mikkelson W., Ruback, R. S. (1985), "Takeovers and Managerial Compensation: A Discussion.", *Journal of Accounting and Economics* vol. 7, no. 1-3 (April 1985): 233-238.
- Milhaupt, C.J. (2005), "In the Shadow of Delaware? The Rise of Hostile Takeovers in Japan", *Columbia Law Review* 105.
- Mitchell, M. and E. Stafford (2000), "Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance", *Journal of Business* 73, 287- 329.
- Mitchell, M., and J.H. Mulherin (1996), "The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity", *Journal of Financial Economics* 41, 193-229.
- Mitchell, M.L., and K. Lehn (1990), "Do Bad Bidders Become Good Targets?", *Journal of Political Economy* 98(2), 372-398.
- Mitchell, M.L., Lehn, K. (1990), "Do bad bidders become good targets?" *J. Polit. Econ.* 98 (2), 372-398.
- Moeller, S.B., and F.P. Schlingemann (2005), "Global Diversification and Bidder Gains: A Comparison Between Cross-border and Domestic Acquisitions", *Journal of Banking and Finance* 29, 533-564.
- Moeller, S.B., F.P. Schlingemann, and R.M. Stulz (2005), "Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave", *Journal of Finance* 60(2), 757-782
- Moeller, S.B., F.P. Schlingemann, and R.M. Stulz (2004), "Firm size and the gains from acquisitions", *Journal of Financial Economics* 73, 201-228.
- Moeller, S.B., F.P. Schlingemann, and R.M. Stulz (2005), "Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring firm returns in the recent merger wave", *Journal of Finance* 60(2), 757-782.
- Montgomery, C.A. (1994), "Corporate Diversification", *Journal of Economic Perspectives* 8(3), 163-178.

- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R., (1988), "Management ownership and market valuation : An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 293-315.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R., (1988), "Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers", in Alan J. Auerbach, ed., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, National Bureau of Economic Research: Chicago
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R., (1989), "Alternative mechanisms for corporate control", *American Economic Review* 89, 842-852.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R., (1990), "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?", *Journal of Finance* 45 (1), 31- 48.
- Mueller, D.C. (1980), "The United States, 1962-1972". In: Mueller, D.C. (Ed.), "The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison", Cambridge: Oelgeschlager, Gunn & Hain, 271-298.
- Mueller, D.C. (1985), "Mergers and Market Share", *Review of Economics and Statistics* 67 (2), 259-267.
- Mulherin, J.H., and A.L. Boone (2000), "Comparing Acquisitions and Divestitures", *Journal of Corporate Finance* 6, 117-139.
- Myers, S., and N., Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Myers, S., C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
- Nelson, R.L. (1959), "Merger Movements in American Industry, 1895-1954", Princeton: Princeton University Press.
- Nelson, R.L. (1966), "Business Cycle Factors in the Choice Between Internal and External Growth", in W. Alberts and J. Segall, eds., *The Corporate Mergers*, Chicago: University of Chicago Press.
- Nenova, T. (2003), "The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 68, no. 3, pp. 325-351.
- Nesbitt, S., 1994. Long term rewards from shareholder activism: a study of the Calpers effect. *Journal of Applied Corporate Finance* 6, pp. 75-80.
- O'Brien, A.P. (1988), "Factory Size, Economies of Scale, and the Great Merger Wave of 1898-1902", *Journal of Economic History* 48, 639-649.
- Odagiri, H. and T. Hase (1989), "Are Mergers and Acquisitions Going to Be Popular in Japan Too? An Empirical Study", *International Journal of Industrial Organization* 7(1), 49-72.
- Palepu, K.G. (1986), "Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics* 8, 3-35.
- Palia, D. (1999), "Corporate Governance and the Diversification Discount: Evidence from Panel Data", *Unpublished manuscript*, University of Chicago.
- Peer, H. (1980), "The Netherlands, 1962-1973", in Mueller, D.C. (ed.), "The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison", Oelgeschlager, Gunn & Hain, Cambridge, MA, 163-191.
- Pérez-González, F. (2006), "Inherited control and firm performance", *American Economic Review* 96, 1559-1588.
- Persons, J.C., and V.A., Warther (1997), "Boom and Bust Patterns in the Adoption of Financial Innovations", *Review of Financial Studies* 10(4), 939-67.
- Pound, J. 1988, "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, no. 1, pp. 237-265.
- Powell, R. and A. W. Stark (2004), "Does Operating Performance Increase Post-takeover for UK Takeovers? A Comparison of Performance Measures and Benchmarks", *Journal of Corporate Finance*, forthcoming
- Raj, M., and M. Forsyth (2003), "Hubris Amongst U.K. Bidders and Losses to Shareholders", *International Journal of Business* 8 (1)
- Rajan, R., H., Servaes, and L., Zingales (2000), "The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment", *Journal of Finance* 55, 2537-2564.
- Rau, P.R. and T. Vermaelen (1998), "Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms", *Journal of Financial Economics* 49, 223-253.
- Ravenscraft, D.J. and F.M. Scherer (1987), "Mergers, Sell-offs and Economic Efficiency", The Brookings Institution, Washington, DC

- Ravenscraft, D.J. and F.M. Scherer (1989), "The Profitability of Mergers", *International Journal of Industrial Organization* 7, 101- 116.
- Reid, S.R. (1968), *Mergers, Managers, and The Economy*, McGraw-Hill: New York.
- Rhodes-Kropf, M., and D.T., Robinson (2004), "The market for mergers and the boundaries of the firm", *Working paper, Columbia University and Duke University*, New York, New York, and Durham, North Carolina.
- Rhodes-Kropf, M., and S. Viswanathan (2004), "Market valuation and Merger Waves", *Journal of Finance* 59(6), 2685-2718.
- Rhodes-Kropf, M., D. Robinson, and S. Viswanathan (2004), "Valuation Waves and Merger Activity: The Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Ricardo-Campbell, R. (1997), *Resisting Hostile Takeovers: The Case of Gillette*, Praeger, Westport, CT.
- Roll, R. (1986), "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", *Journal of Business* 59, 197-216.
- Rossi, S., and P. Volpin (2004), "Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions", *Journal of Financial Economics* 74(2), 277-304.
- Rumelt, R. (1974), "Strategy, Structure, and Economic Performance", Boston: HBS Press.
- Ryden, B., Edberg, J.O. (1980), "Large mergers in Sweden, 1962–1976", in Mueller, D.C. (ed.), "The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison", Oelgeschlager, Gunn & Hain, Cambridge, MA, 193–226.
- Sánchez-Ballesta, Juan Pedro Sánchez and García-Meca, Emma, 2007, A Meta-Analytic Vision of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, No. 5, pp. 879-892.
- Saunders, A., Strock, E. & Travlos, N.G. 1990, "Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking", *The Journal of Finance*, vol. 45, no. 2, pp. 643-654.
- Schaik van, D., and O.W. Steenbeek (2004), "Price and Volume Effects of Merger Bids in Japan", *SSRN Working Paper*.
- Scharfstein, D., and J. Stein (1990), "Herd Behavior and Investment", *American Economic Review* 80(3), 465-79.
- Scharfstein, D.S. (1998), "The Dark Side of Internal Capital Markets II: Evidence from Diversified Conglomerates", *NBER Working Paper* No. 6352.
- Scharfstein, D., and J. Stein (2000), "The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment", *Journal of Finance* 55, 2537-2564.
- Schary, M. (1991), "The Probability of Exit", *Rand Journal of Economics* 22 (3), 339-353.
- Scherer, F.M. (1988), "Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments", *Journal of Economic Perspectives* 2, 69-82.
- Schleifer, A. & Vishny, R.W. 1986, "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, vol. 94, no. 3, pp. 461-488.
- Schleifer, A. and R. Vishny (1988), "Value Maximization and the Acquisition Process", *Journal of Economic Perspectives* 2, 7-20.
- Schwert, G.W. (1996), "Markup Pricing in Mergers and Acquisitions", *Journal of Financial Economics* 41 (2), 153-162.
- Schwert, G. W. (2000), "Hostility in takeovers: In the Eyes of the Beholder?", *Journal of Finance* 55(6), 2599-2640.
- Servaes, H. (1991), "Tobin's Q and the Gains from Takeovers", *Journal of Finance* 46 (1), 409-419.
- Servaes, H. (1994), "Do Takeover Targets Overinvest?", *Review of Financial Studies* 7(2), 253-277.
- Servaes, H., and K. Lins (1999), "International Evidence on the Value of Corporate Diversification", *Journal of Finance* 54, 2215- 2240.
- Seth, A. (1990), "Sources of Value Creation in Acquisitions: An Empirical Investigation", *Strategic Management Journal* 11 (6), 431-446.
- Shapiro C., Willig, R. (1990), "Economic rationales for the scope of privatization", in E.N.Suleiman, J. Waterbury, *The political economy of private sector and privatization*, Boulder CO: Westview Press.
- Shin H. and Stulz R. (1998), "Are Internal Capital Markets Efficient?", *Quarterly Journal of Economics* 113 (2), 531-552.

- Shivdasani, A. (1993), "Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers", *Journal of Accounting and Economics* 16, 167-198.
- Shleifer, A., Vishny, R. (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461-488.
- Shleifer, A., Vishny, R. (1991), "Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications", *Strategic Management Journal* 12, 51-59.
- Shleifer, A., Vishny, R. (1992), "Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach", *Journal of Finance* 47, 1343-1366
- Shleifer, A., Vishny, R. (1994), "Politicians and firms.", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, no. 4, pp.995-1025.
- Shleifer, A., Vishny, R. (1997), "A survey of corporate governance" *Journal of Finance*, vol. 52, no.2, pp. 737-783
- Shleifer, A., Vishny, R. (2003), "Stock market driven acquisitions", *Journal of Financial Economics* 70, 295-311.
- Shugart, W.F. and R.D. Tollison (1984), "The Random Character of Merger Activity", *Rand Journal of Economics* 15, 500-509.
- Siciliano, G., (1997), "La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni di società quotate. Efficienza economica e protezione degli azionisti di minoranza" in *Banca Impresa Società*, n. 3
- Smith, R. and J. Kim (1994), "The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack on Bidder and Target Stock Returns", *Journal of Business* 67 (2), 281-310.
- Steiner, P. (1975), "Mergers: Motives, Effects, and Policies", University of Michigan Press.
- Stigler, G. (1950), "Monopoly and Oligopoly Power by Merger", *American Economic Review* 40, 23-34.
- Stulz, R. M. (1988), "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 25-54.
- Sudarsanam, S. (2003), "Creating Value From Mergers and Acquisitions: The Challenges", *Prentice Hall/Financial Times*
- Sudarsanam, S. and A.A. Mahate (2003), "Glamour Acquirers, Method of Payment and Post acquisition performance: The UK Evidence", *Journal of Business Finance and Accounting* 30, 299-341.
- Thorp, L.W. (1941), "The Increasing Responsibility of Management", *Journal of Accountancy* 72 (5), 403.
- Travlos, N. G. (1987), "Corporate takeover bids, methods of payment, and acquiring firms' stock returns", *Journal of Finance* 42, 943-963.
- Veld, C., and Y.V. Veld-Merkoulova (2004), "Do spin-offs really create value? The European case", *Journal of Banking and Finance* 28, 1111-1135.
- Volpin P. (2002), "Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy", *Journal of Financial Economics*, vol. 64, no. 1, pp. 61-90
- Walker, M. (2000), "Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring-firm Shareholder Wealth", *Financial Management* 29 (1), 53-66.
- Weisbach, M.S. (1993), "Corporate Governance and Hostile Takeovers", *Journal of Accounting and Economics* 16, 199-208.
- Weston, F.J. (1961), "The Management of Corporate Capital: A Review Article", *The Journal of Business* 34(2), 129
- Williamson, O. (1970), "Corporate Control and Business Behavior", Prentice-Hall, New Jersey.
- Zingales, L. (1998), Corporate Governance. In: P. Newman (eds), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, MacMillan, NY pp.497-503. Available also at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=46906> or DOI: 10.2139/ssrn.46906
- Zingales, L., (1994), "The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange", *Review of financial studies* 7, 125-148

Appendice

Tabella con i risultati presenti in letteratura degli studi dei CAR delle operazioni di fusione e acquisizione ordinati cronologicamente per “ondata” (Panel A-C) e studi comparativi (Panel D).

TABELLA ALLEGATA	Anno	Mercato	Periodo	Benchmark	Event window	Campione	Tipologia	Car Bidder	sig.	CAARs TAREGET	sig.	CAARs combined	sig.
Panel A: Seconda e terza ondata- anni '10 e 1950-1973													
Leeth and Borg	2002	US	1910-30	MM, MAM	(-1,close)	72/46 13/28	MA TO	0,14 -3,62		15,47 7,31	***		
						59/438 44/156	M Stock	0,38 -1,12		18,22 12,61	***		
						7/41 68/417	Cash RMA	2,47 0,61		25,27 12,87	***		
						4/28	UMA	-2,3		73,72	***		
Dodd and Ruback	1977	US	1958-78	MM	(0,+20)	133/124	TO	2,83	**	20,89	***		
Kummer and Hoffmeister	1978	US	1956-74	CAPM	(0,+20)	50/17	TO	5,2	***	16,85	***		
Brandley and Brandley and Jarrel	1980	US	1962-77	BMCP	(-20,+20)	161/88	TO	4,36	*	32,18	***		
Dodd	1980	US	1970-77	MM in growth returns	(-20,0)	71/60	M	0,8		21,78	***		
					(-10,+10)	71/60		-7,22	**	33,96	***		
Asquith	1983	US	1962-76	BMCP	(-2,0)	211/196	M	0,2		6,2	***		
					(-20,0)	211/196	M	0,2		18,3	**		
Eckbo	1983	US	1963-78	MM	(-1,+1)	57/102	HM	0,07		6,24	***		
					(-20,+10)	57/102		1,58		14,08	***		
Asquith et al	1983	US	1963-79	BMCP	(-20,0)	54/214	M	2,8	***	16,8	***		
Malatesta	1983	US	1969-74	MM	(0,+20)	83/256	M	0,9		16,8	***		
Dennis and McConnell	1986	US	1962-80	MAM	(-19,0)	76/90	M	1,7		16,67	***		
								3,24	***	13,74	**		
Lang et al	1989	US	1968-86	MM	(-5,+5)	87	TO	0,01		40,3	***	11,31	***
Dong et all	2006	US	1964-82	MM	(0,+20)	92	Stock	3,86	***				
						34	Cash	0,87					
						56	Mix	2,1	***				
Chatterjee	1992	US	1963-86	MM	(0,+20)	436	TO	3,33	*	22,04	***		
Hubbard and Palia	1999	US	1961-70	4 methods, results of mm	(-5,+5)	392	RMA	1,61	***				
							UMA	0,24					
Franks et al	1977	UK	1955-72	MM, TTA	(0,+20)	70	M	4,6		16		8,6	
Firth et al	1980	UK	1969-75	MM	(0,+20)	434	TO	-6,3	***	28,1	***		
Franks and Harris	1989	UK	1955-85	MAM,CAPM Results for MAM	(0,+20)	1693/1012	TO	1,2	**	24	**		
Eckbo and Langhor	1989	FRANCE	1966-82	MM	(0,+5)	90/52	TO-Public	-0,29		16,48			
Panel B: quarta ondata 1981-1989													
Travlos	1987	US	1972-81	MM	(-10,+10)	60 100	M-Stock M-Cash	-1,6 -0,13					
Mork et al	1988	US	1975-87	EV/PA	(-2,+1)	326	All MA	-0,7					
			1975-79			34	RMA	1,54					
			1980-87			57	RMA	2,28					
			1975-79			120	UMA	0,23					
			1980-87			115	UMA	-4,09	**				
Frank et al	1991	US	1975-84	MM	(-5,+5)	399	All MA	-1,02	***	28,04	***	3,9	***
						156	Cash	0,83	***	33,78	***	6,41	***
						128	Stock	-3,15	***	22,88	***	0,42	
						114	Mixed	-1,18		25,81	***	4,38	***
						93	HA	-1,35		39,49	***	8,91	***
						306	FA	-0,92	*	24,57	***	2,41	***
Servaes	1991	US	1972-87	MM	(0,close)	577/307/307	FA	-0,16		21,89	***	3,29	***
						125/77/77	HA	4,71		31,77	***	5,08	*
Kaplan and Weisbach	1992	US	1971-82	MM	(-5,+5)	209/271/209	M&TO	-1,49	***	26,9	***	3,74	***
Healy et al	1992	US	1979-84	MAM	(-5, close)	50	Largest A	-2,2		45,6	***	9,1	***
Byrd and Hickman	1992	US	1980-87	MM	(-1,0)	128	TO	-1,23					
Smith and Kim	1994	US	1980-86	MM	(-5,+5)	177	TO	0,5		30,19	***	8,88	**
					(-60,-6)			0,67		7,98	**	3,26	**
					(+6,+60)			2,76	**	2,95	**	1,9	*
Schwert	1996	US	1975-91	MM	(-42,-1)	959	M	1,4		11,9	**		
					(-42,-1)	564	TO	1,7		15,6	**		
					(0, close)	959	M	-3,4		4,9	**		
					(0, close)	564	TO	2,5		20,1	**		
Maquiera et al	1998	US	1977-96	VPE	(-40,+40)	47	UM-Stock	-4,79	*	41,65	***	3,38	
						55	RM-Stock	6,14	**	38,08	***	8,58	***
Chang	1998	US	1981-92	MM	(-1, 0)	101	Pub-Cash	-0,02					

Campa and Hernando	2004	EUROPE	1998-00	CAPM	(-1,+1)	182	Domestic deals	0,61		3,86	**	1,33	**
Martynova and RENNEBOOG	2006	EUROPE	1993-01	methods, results are for MM(TT)	(-5,+5)	259/1659	M	1,07	***	6,25	***		
						380/329	FA	-0,29	***	20,19	***		
						123/120	HA	-0,18		22,36	***		
						405/754	Cash	1,03	***	20,17	***		
						185/285	Stock	0,66		11,1	***		
						92/412	Mixed	1,03	***	17,48	***		
						525/1334	RMA	0,98	***	15,16	***		
						234/774	UMA	0,45		17,36	***		
Holmen and Knopf	2004	SWEDEN	1985-95	MM	(-5,+5)	121	TO	0,32		16,99	***	4,12	***
Schaik van and Steenbeek	2004	JAPAN	1993-03	MM	(-1,+1)	136	All deals	0,57					
Bea et al	2002	KOREA	1981-97	MM	(-5,+5)	107	M all	2,666	**				
						66	RMA	3,094	***				
						41	UM	0,672					
PANEL D: Studi comparativi													
Bradley et al	1988	US	1963-68	MM	(-5,+5)	51	TO	4,09	***	18,92	***	7,78	***
			1968-80			133		1,3		35,29	***	7,08	***
			1981-84			52		-2,93	***	35,34	***	8	***
						236		0,97	**	31,77	***	7,43	***
Jarrel and Poulsen	1989	US	1963-69	MAM	(-10,+20)	74	TO	4,95	***				
			1970-79		(-10,+20)	127		2,21	***				
			1980-86		(-10,+20)	203		-0,04					
			1963-86		(-20,+10)	526/461		1,29	**	28,99	***		
Andrade et al	2001	US	1973-79	MM	(-1, + 1)	598	All deals	-0,3		16	**	1,5	
Andrade et al	2001	US	1980-89			1226	All deals	-0,4		16	**	2,6	**
Andrade et al	2001	US	1990-98			1864	All deals	-0,1		15,9	**	1,4	**
Andrade et al	2001	US	1973-98			3688	All deals	-0,7		16	**	1,8	**
Andrade et al	2001	US	1973-98			2194	Stock	-1,5	***	13	**	0,6	
Andrade et al	2001	US	1973-98			1494	No Stock	-0,4		20,1	***	3,6	**
Fan and Goyal	2006	US	1962-70	MM	(-10,+10)	377	VMA					2,8	***
Fan and Goyal	2006	US	1971-80			569						2,2	**
Fan and Goyal	2006	US	1981-90			702						4,5	***
Fan and Goyal	2006	US	1991-96			514						3,8	***
Akbulut and Matsusaka	2003	US	1950-62	MAM	(-2,+1)	23	UMA	-0,46				0,52	
Akbulut and Matsusaka	2003	US	1963-68			164		0,95	**			1,65	***
Akbulut and Matsusaka	2003	US	1969-73			57		0,07				0,23	***
Akbulut and Matsusaka	2003	US	1974-79			167		-0,97	***			2,33	
Akbulut and Matsusaka	2003	US	1980-83			69		-1,79	**			0,3	***
Akbulut and Matsusaka	2003	US	1980-83			114		-0,54				1,67	
Akbulut and Matsusaka	2003	US	1990-93			71		-2,74	*			0,44	**
Akbulut and Matsusaka	2003	US	1994-99			325		-0,48				0,77	
Akbulut and Matsusaka	2003	US	2000-02			103		-0,18				0,07	
Moeller et al	2005	US	1980-90	MM	(-1,+1)	448	All deals	0,64					
Moeller et al	2005	US	1991-01			1519		1,2					
Moeller et al	2005	US	1998-01			729		0,69					
Moeller and Schlingemann	2005	US	1985-90	MAM	(-1,+1)	1214	Domestic	0,44	***				
Moeller and Schlingemann	2005	US	1990-95			2832	Deals	1,49	*				
Moeller and Schlingemann	2005	US											
Bhagat et al	2005	US	1962-68	MM	(-5,+5)	71	TO	3,29	***	17,96	***	7,45	***
Bhagat et al	2005	US	1968-80			176		0,05		27,97	***	6,4	***
Bhagat et al	2005	US	1981-84			45		-1,42	*	31,9	***	8,12	**
Bhagat et al	2005	US	1985-88			214		-0,49		25,61	***	5,19	***
Bhagat et al	2005	US	1989-92			84		-1,78	***	29,08	***	3,59	***
Bhagat et al	2005	US	1993-96			139		0,98		31,92	***	5,05	***
Bhagat et al	2005	US	1997-00			210		0,97	*	33,18	***	4,61	***
Bhagat et al	2005	US	2000-01			79		-0,81		44,78	***	3,57	***