

ISSN 1825-0211



**FUSIONI ED ACQUISIZIONI:
DETERMINANTI ED EFFETTI
IN UN CONFRONTO EUROPEO**

Marco BELLUCCI

Quaderno n. 80 — Novembre 2010

**QUADERNI DEL DIPARTIMENTO
DI ECONOMIA, FINANZA
E STATISTICA**

FUSIONI ED ACQUISIZIONI: DETERMINANTI ED EFFETTI IN UN CONFRONTO EUROPEO

MERGERS AND ACQUISITIONS: DETERMINANTS AND EFFECTS – AN EUROPEAN COMPARISON

Marco Bellucci

(Università degli Studi di Perugia)

Abstract

Il lavoro analizza il processo di riallocazione della proprietà nei settori manifatturieri di 16 paesi europei nel biennio 2006-2007, concentrandosi sullo studio dei fattori istituzionali, settoriali e tecnologici alla base di fusioni ed acquisizioni. In particolare si esaminano le determinanti e gli effetti di tali operazioni in termini di *performance* per le imprese acquirenti. Dai risultati ottenuti emerge che le operazioni di fusione ed acquisizione risultano più frequenti nei paesi in cui la proprietà azionaria è frammentata e il mercato per il controllo societario, come previsto dall'ampia letteratura sulla *corporate governance*, agisce da meccanismo correttivo nei casi di inefficiente gestione delle imprese. Dal punto di vista settoriale, la frequenza dei takeover è maggiore nelle industrie meno tradizionali, quali la chimica e l'elettronica, e più in generale nei settori in cui il ruolo chiave ai fini dell'innovazione è giocato dall'attività interna di R&S.

Inoltre emerge che la maggior parte delle società acquirenti europee è di grande dimensione in termini di fatturato, e sono proprio le imprese più grandi ad intraprendere con maggior frequenza operazioni di M&A. A parità di condizioni, un paese con una base industriale ampia e frammentata in tante piccole e medie unità aziendali risulta quindi meno attivo di altri nel mercato delle acquisizioni societarie.

Le imprese acquirenti europee presentano prima dell'acquisizione profili reddituali e finanziari migliori e risultano più dotate di *intangible assets* delle imprese del campione di controllo; l'acquisizione, inoltre, non sembra avere, in generale, nel breve periodo, effetti positivi sulle *performance* delle imprese acquirenti. Tuttavia, l'acquisizione appare produrre effetti positivi sul versante della produttività e degli *intangible assets*, segnalando che uno degli obiettivi delle imprese nell'intraprendere un'acquisizione è quello di sfruttare complementarità o sinergie nelle attività "invisibili".

Summary

This paper analyses the ownership reallocation process in manufacturing sectors in 16 European countries in the biennial 2006-2007, focusing on how institutional, sectoral and technological factors affect M&A and on what are the determinants and the effects of M&A in terms of the performance of acquiring firms.

Mergers and acquisitions are more frequent in those countries in which corporate ownership is fragmented, like corporate governance studies predict, in less traditional industries, like chemistry and electronic, and more general in sectors in which internal R&D activity is determinant for innovation.

The bulk of European bidder firms are characterized by a large turnover, and the firms most undertaken to do M&A are the bigger ones. *Ceteris paribus*, countries less active in market for corporate control are those in which industrial base is fragmented.

Our results show that acquiring firms' financial and profitability characteristics in the years before the acquisition are better and that acquiring firms are more provided in terms of intangible assets than those of the control sample. After the acquisition, the impact in the short-run is not generally positive. There are positive effects only in terms of productivity and intangible assets; one aim of bidder firms is to obtain complementarities and synergies in "invisible" activities.

Key words: Mergers and Acquisitions, Innovation, Technological regimes, Corporate governance.

J.E.L. classifications: O16; O32; G34.

1. Introduzione*

Sempre più spesso le operazioni di fusione ed acquisizione (Mergers and Acquisitions, M&A)¹ permettono una crescita esterna delle imprese senza compromettere necessariamente le esigenze di flessibilità e di rapidità di adeguamento ai cambiamenti che si verificano nel mercato.

Da un lato, la crescita per via esterna si offre senza dubbio quale alternativa vantaggiosa a quella per via interna: può richiedere tempi relativamente brevi; può risolvere il problema dell'eccesso di capacità produttiva; dà la possibilità di entrare in contatto immediato con il *know-how* legato a determinate produzioni; garantisce una prevedibilità dei risultati forse maggiore, se sono disponibili dati storici relativi all'impresa target.

Dall'altro lato, va riconosciuto che l'integrazione di due realtà operative già avviate pone spesso problemi gestionali di non poco conto: basti pensare alla necessità talvolta di ristrutturare l'impresa acquisita, di reimpostare le reti di vendita e di acquisto, di far accettare ai nuovi dipendenti una nuova organizzazione del lavoro. E' vero che un'azienda può cercare attraverso l'acquisizione di un'impresa locale di penetrare in mercati ritenuti interessanti, o di diversificare la propria produzione pur se in mancanza delle risorse manageriali o innovative necessarie; tuttavia, è altrettanto vero che molte di queste strategie risultano in una riduzione dei profitti o, nel migliore dei casi, in un aggravamento della posizione debitoria dell'impresa.

La verità è che fusioni ed acquisizioni sono un fenomeno molto complesso ed eterogeneo. Determinanti micro e macroeconomiche, così come gli effetti, di fusioni ed acquisizioni sono oggetto da lungo tempo di ricerca nell'ambito dell'Economia Industriale e – soprattutto a partire dalla fine degli anni '60 – dell'Economia Finanziaria. Nonostante la vastità della letteratura teorica ed empirica, la ricerca ha prodotto risultati non ancora conclusivi: gli studi teorici hanno formulato una varietà di ipotesi tra loro divergenti e quelli empirici non sono stati capaci di fornire sino ad oggi una chiara evidenza né delle motivazioni né degli effetti delle M&A.

Il presente lavoro si propone l'obiettivo di riprendere alcune delle linee di ricerca sul fenomeno delle M&A, e di indagare su due caratteristiche in particolare del processo di riallocazione della proprietà delle imprese nei settori manifatturieri di 16 paesi europei: le determinanti che stanno dietro alle acquisizioni e i loro effetti sulle imprese acquirenti.

*Desidero esprimere i miei più vivi ringraziamenti alla Prof.ssa Mirella Damiani ed al Dott. Fabrizio Pompei per il gentile sostegno e gli stimoli che hanno saputo continuamente suscitare in me.

La scelta di analizzare le imprese acquirenti e non quelle acquisite risponde a una ragione specifica: mentre, infatti, è ormai consolidato che gli azionisti delle imprese target beneficiano di ritorni positivi nel breve periodo, resta ancora molta incertezza sulle conseguenze per gli investitori delle imprese *bidder*.

La letteratura esistente al riguardo è meno vasta di quella orientata allo studio delle imprese target e, come emerge dall'ampia rassegna di Agrawal e Jaffe (2000), risulta che le imprese acquirenti traggono dalle M&A rendimenti negativi o al massimo statisticamente non differenti da zero. L'unico dato certo per le *bidder* è che le variazioni delle *performance* cambiano in maniera considerevole da un'impresa all'altra, con soltanto il 35-45% delle acquirenti che conseguono effetti positivi nei primi due - tre anni dopo l'acquisizione (Cartwright e Schoenberg, 2006).

Nella prima parte del lavoro si analizza la frequenza delle operazioni nel 2006 e 2007 per impresa acquirente nei diversi paesi, nei diversi settori industriali, nonché nei differenti regimi tecnologici caratterizzanti le industrie. In questo modo si considerano i fattori istituzionali, i fattori settoriali e i fattori tecnologici alla base delle M&A.

Si vuole dare, inoltre, un contributo allo studio delle eterogeneità delle imprese, un'area di ricerca di recente successo: i campioni osservati sono stati scomposti con riferimento alla dimensione delle imprese in termini di fatturato, alla ricerca di relazioni importanti e significative tra quest'ultima e l'attività di fusione ed acquisizione.

La seconda parte dello studio, invece, vuol essere un'estensione a livello europeo del lavoro svolto nel 2001 da Luigi Benfratello per il caso italiano; le conclusioni ivi raggiunte per l'Italia sono, nel presente studio, sottoposte a verifica anche negli altri paesi dell'Europa occidentale². Ci si chiede, in sintesi, quali determinanti a livello d'impresa risultano alla base del processo di riallocazione della proprietà nei paesi europei e quali effetti sono prodotti da questo processo per le imprese *bidder*. Nel presente contributo, rispetto a quello condotto da Benfratello, le imprese studiate non sono quelle acquisite ma quelle acquirenti, e queste non vengono differenziate con riferimento al tipo di cambiamento proprietario. La scelta non è dettata da ragioni di difficoltà nel reperimento dei dati quanto piuttosto da una minore rilevanza nel 2006 e 2007 del processo di privatizzazione in Europa rispetto a quanto registrato nei primi anni '90.

La struttura del lavoro è la seguente. Nella sezione 2 viene riproposta seppure sinteticamente la letteratura teorica ed empirica di riferimento, mentre nella sezione 3 si presentano i dati e la metodologia utilizzati. Le sezioni 4 e 5 ospitano l'analisi della frequenza delle M&A nei diversi paesi, nei vari settori manifatturieri, nei due regimi tecnologici principali e nelle differenti classi dimensionali costruite. Seguono poi una sezione in cui si analizzano le caratteristiche delle imprese

acquirenti prima dell'acquisizione, distinguendo tra loro i paesi d'origine (sezione 6), ed uno in cui si mostrano gli effetti delle acquisizioni medesime (sezione 7). La sezione 8 contiene le conclusioni.

2. La letteratura di riferimento

2.1 Le motivazioni microeconomiche delle acquisizioni

La letteratura economica sta da tempo investigando sulle motivazioni micro e macroeconomiche di fusione ed acquisizioni e sui loro effetti. Dal punto di vista delle motivazioni sottese alle M&A si distinguono tre principali filoni di analisi.

Un primo filone è quello del *synergy motive*, secondo cui l'impresa acquirente intraprende un'acquisizione perché considera tale operazione una forma di investimento profittevole; solo l'aspettativa di guadagni sinergici, operativi e/o finanziari, a favore degli *shareholders*, indurrebbe i manager delle imprese coinvolte ad impegnarsi in un'operazione di M&A (ad es. Goergen e Renneboog, 2003)³.

Un altro filone di ricerca, quello manageriale, riconosce come motivo principale delle acquisizioni l'obiettivo della massimizzazione della funzione di utilità dei manager, a spese di quella degli azionisti dell'impresa (*managerial empire building motive*). L'accrescimento dimensionale dell'impresa può assicurare ai manager più potere e prestigio ed aumentarne la remunerazione, e può spingerli ad avviare deliberatamente M&A non profittevoli per l'impresa. Amihud *et al.* (1981) hanno inoltre dimostrato che un'acquisizione di tipo conglomerale può consentire ai manager di diminuire la variabilità delle *performance* delle imprese da loro gestite e di ridurre in tal modo la probabilità di essere sostituiti⁴.

La terza impostazione postula l'esistenza di un *market for corporate control* (Manne, 1965). Si assume che ad agire siano manager in concorrenza fra loro nella gestione delle imprese. In presenza di mercati finanziari efficienti, se un'impresa è mal gestita il suo valore di mercato è minore di quello che potenzialmente potrebbe avere qualora fosse amministrata bene; i manager più efficienti sarebbero quindi spinti ad acquisirla con il proposito di migliorarne i rendimenti, e il *market for corporate control* costituirebbe, dunque, un'importante garanzia contro *management* inefficienti.

Gli effetti delle M&A sulla redditività delle imprese coinvolte sono differenti secondo i tre filoni di studio precedentemente ricordati. Si dovrebbero avere risultati positivi, sia per l'impresa acquirente che per quella acquisita, in base alle teorie che richiamano motivazioni di tipo reale; effetti non apprezzabili né di chiaro segno nel caso di motivazioni manageriali; nel senso di un miglioramento della *performance* dell'impresa acquisita, con riflessi positivi su quella acquirente, se si realizza quanto postulato dalle teorie del *market for corporate control* (Manne, 1965).

Le evidenze empiriche prodotte dalla ricerca non sono però univoche e non hanno permesso finora di trarre conclusioni definitive sulla operatività delle teorie proposte⁵.

Gli studi di *Financial Economics* sono concordi nel concludere che gli azionisti delle imprese acquisite ricevono dei guadagni, mentre gli azionisti delle imprese acquirenti non subiscono delle perdite; in tal modo, l'effetto risulta complessivamente positivo.

Gli studi di Economia Industriale, al contrario, sembrano in prevalenza concludere che le fusioni hanno effetti negativi per la redditività delle imprese, e questo sia nel contesto americano che in quello europeo⁶.

I risultati empirici hanno recentemente stimolato nuove riflessioni. Come fa notare Stennek (2006), nessuna delle spiegazioni proposte finora è compatibile con l'evidenza secondo la quale le fusioni in media aumentano il valore combinato delle imprese che si uniscono nel mercato azionario, qualunque sia l'effetto prodotto in termini di profitto. Secondo l'autore ciò è spiegabile perché le imprese possono trarre vantaggio semplicemente per il fatto che anticipano le scelte di acquisizione dei propri rivali, qualora l'alternativa all'acquisizione sia l'unione di questi con l'impresa target (Fridolfsson e Stennek, 2005).

2.2 I fattori tecnologici

Uno dei mezzi attraverso i quali le imprese possono innovare o provvedere al loro fabbisogno di conoscenza ai fini dell'innovazione può essere l'acquisizione del controllo di imprese in possesso di quanto cercato. I *takeover* non rappresenterebbero quindi soltanto un meccanismo per disciplinare inefficienti gestioni d'impresa e per ridurre i costi di agenzia, ma anche una strategia per accrescere le conoscenze tecnologiche dell'impresa.

L'organizzazione dell'attività innovativa è diversa tra industrie e settori che adottano diverse tecnologie; la stessa struttura industriale e la sua evoluzione appaiono dipendere in una certa misura dallo svilupparsi di determinate traiettorie di innovazione e dalla turbolenza che le contraddistingue. Le differenze che contraddistinguono i settori dal punto di vista tecnologico possono, quindi, avere un effetto anche sulle loro esperienze di fusioni ed acquisizioni.

A partire dagli studi di Schumpeter sono stati identificati due pattern fondamentali di attività d'innovazione: Schumpeter Mark I (SMI) e Schumpeter Mark II (SMII)⁷.

Il primo, SMI, si caratterizza per la facilità di entrata nell'industria e per la consistente presenza di nuove imprese e di nuovi imprenditori che entrano con nuove idee, nuovi prodotti e processi, sfidando le imprese già insediate (*incumbent*), all'insegna di una "distruzione creativa" delle quasi - rendite associate alle precedenti innovazioni.

Il secondo regime, SMII, si presenta, all'opposto, popolato da grandi imprese saldamente insediate, che investono ingenti risorse finanziarie in progetti di R&S su larga scala. Lo stock di conoscenze e competenze tecnologiche, produttive e di distribuzione accumulate dalle imprese in specifiche aree tecnologiche innalzano elevate barriere all'ingresso di nuovi imprenditori e di piccole imprese ("accumulazione creativa").

Sul versante delle determinanti dei pattern schumpeteriani di attività innovativa, una volta verificato che essi sono *technology-specific*, Malerba ed Orsenigo, insieme a Breschi (2000), hanno rilevato che questi sono il frutto di differenti regimi tecnologici⁸, a loro volta implicati dalla natura particolare della tecnologia. Secondo le loro teorizzazioni, il regime tecnologico è il risultato di una determinata combinazione di quattro fattori fondamentali: le opportunità tecnologiche, l'appropriabilità delle innovazioni, la cumulabilità dei vantaggi tecnologici e le proprietà della base della conoscenza (Breschi *et al.*, 2000).

Nell'intento di gettare nuova luce sul fenomeno delle M&A, si è cominciato a testare se e in che misura il ricorso all'acquisizione quale fonte di innovazione è correlato al livello di opportunità di sinergie esterne caratterizzanti lo specifico regime tecnologico in cui operano le imprese coinvolte. Nello specifico, si ipotizza che la frequenza del ricorso all'acquisizione potrebbe essere maggiore nei sistemi di innovazione di tipo SMI rispetto a quelli di tipo SMII; nei primi, infatti, sono maggiori le opportunità di sinergie esterne in materia di innovazione, e quindi i manager potrebbero seguire questa strada con più probabilità di successo, per farsi *free rider* degli sforzi d'innovazione delle imprese target ed ovviare ai tempi lunghi e ai costi dei processi interni.

Damiani e Pompei (2008) hanno analizzato l'incidenza delle fusioni ed acquisizioni e delle spese in Ricerca e Sviluppo in otto paesi europei⁹ distinguendo i settori SMI e quelli SMII, ed hanno riscontrato una correlazione negativa tra R&S ed M&A in entrambi i casi, ma un legame negativo significativo nei settori SMII. Non solo, hanno rilevato che anche in paesi dove il passaggio di controllo è un fenomeno usuale, le operazioni sono meno frequenti in quei settori in cui l'innovazione è un processo cumulativo e le M&A, di conseguenza, possono costituire «una minaccia alla continuità nell'accumulazione di capacità innovative» (Damiani e Pompei, 2008)¹⁰.

Si tratta di una prima conclusione che, come sottolineano gli autori stessi, merita ricerche più approfondite che sappiano proporre una struttura analitica tale da tener conto, compiutamente, delle complementarità tra fattori istituzionali e fattori settoriali (Hall e Soskice, 2001).

3. Descrizione dei dati e della metodologia

I dati cui fa riferimento il presente lavoro sono di due tipi: dati riguardanti le operazioni di fusione ed acquisizione di imprese europee e dati di bilancio relativi alle imprese acquirenti e ad altre imprese che fungono da campione di controllo. Fonte esclusiva dei dati è Amadeus, un *database* che contiene i dati finanziari di oltre 11 milioni di imprese pubbliche e private di oltre 41 paesi europei.

Le imprese selezionate sono quelle che hanno realizzato un'operazione di fusione od acquisizione nel biennio 2006-2007¹¹ (imprese *bidder*), indipendentemente dalla nazionalità dell'impresa acquisita (target), in 16 paesi europei ed in tutti i settori manifatturieri¹². Le imprese così individuate sono in totale 1.137, di cui 369 imprese hanno concluso M&A nell'anno 2006 e 768 nell'anno 2007.

Per operare il confronto tra paesi e tra settori, oltreché per individuare in maniera appropriata le imprese di controllo, le imprese sono state raccolte e distinte con riferimento a tre variabili: il paese dell'impresa acquirente, il settore industriale in cui opera e la dimensione in termini di fatturato.

I paesi rappresentano nel loro insieme l'Europa occidentale: Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Norvegia, Olanda, Portogallo, Spagna, Svezia, Regno Unito¹³.

I settori sono stati identificati sulla base della classificazione NACE Rev. 2, seguita in Amadeus, e vanno dal digit 10 al digit 32, a rappresentare la manifattura intera in tutte le sue specificazioni¹⁴. In subordine, però, si è fatto riferimento alla classificazione NACE Rev. 1.1¹⁵, e successivamente, a partire da quest'ultima, per opportunità d'esposizione, le imprese sono state ricondotte a 14 settori ATECO 2002¹⁶.

Rispetto alla dimensione, invece, le imprese risultano distribuite in quattro classi dimensionali in base al loro fatturato nell'ultimo anno disponibile, di solito il 2008¹⁷: imprese "micro", con fatturato minore di 2 milioni di euro; imprese "piccole", con fatturato compreso fra i 2 e i 10 milioni di euro; imprese "medie", con fatturato compreso fra i 10 e i 50 milioni di euro; imprese "grandi", con fatturato maggiore di 50 milioni di euro¹⁸.

3.1 I dati per l'analisi della frequenza delle imprese acquirenti

Per analizzare la frequenza delle operazioni di fusione ed acquisizione per impresa *bidder* nei diversi paesi, settori e classi dimensionali si è fatto riferimento al campione completo delle imprese acquirenti negli anni 2006 e 2007, a prescindere dalla disponibilità o meno dei loro dati di bilancio.

Si è pensato all'opportunità di normalizzare – rapportandole al numero complessivo di imprese, incluse le stesse *bidder*, ivi presenti – i risultati così ottenuti, per poter misurare l'incidenza delle operazioni acquisitive nei diversi paesi, settori e classi dimensionali. Sono stati per questo raccolti i

dati (non quelli di bilancio) relativi al totale delle imprese presenti – in ciascuna delle categorie proposte – nel *database* Amadeus, a rappresentare la realtà di ogni mercato particolare. Le imprese totali assommano a 43.187¹⁹.

Per studiare l'influenza dei differenti regimi tecnologici sul ricorso delle imprese ad operazioni di fusione ed acquisizione, infine, i settori manifatturieri (in questo caso considerati secondo il sistema NACE Rev. 1.1) sono stati raggruppati e ricondotti a tre categorie a seconda del regime tecnologico: SMI; SMII; altri regimi (se il settore non si può ricondurre a nessuno dei due modelli schumpeteriani)²⁰. In questa sede i dati relativi al terzo gruppo sono stati omessi²¹.

3.2 I dati per l'analisi delle *performance* delle imprese acquirenti

Nell'analisi delle *performance* delle imprese acquirenti prima e dopo l'acquisizione è stato necessario restringere il campione a 496 imprese, di cui 310 attive nel 2006 e 186 nel 2007.

Ciò perché per le altre imprese non sono disponibili dati aggiornati. Per molte delle imprese considerate sono disponibili dati fino a due anni successivi al passaggio del controllo proprietario e fino a tre anni precedenti l'operazione.

Dopo aver identificate le imprese acquirenti sono state scelte le variabili rilevanti sulle quali effettuare l'analisi. Seguendo in parte il lavoro di Benfratello (2001) sono state scelte variabili relative a quattro gruppi di indicatori: variabili di redditività delle imprese, variabili di struttura finanziaria, variabili di produttività e variabili che misurano gli *intangible assets* (Tabella 1).

TABELLA 1: Indici utilizzati e formula in Amadeus

Indici/grandezze utilizzati	Formula
ROE	$(\text{Operating profit} + \text{financial profit}) / (\text{Capital} + \text{Other shareholders funds}) \times 100$
ROI	$[(\text{Operating profit} + \text{financial profit}) + \text{Total amount of interest charges paid for shares or loans}] / [(\text{Capital} + \text{Other shareholders funds}) + (\text{Long term financial debts} + \text{other long term liabilities and provisions})] \times 100$
ROA	$(\text{Operating profit} + \text{financial profit}) / (\text{Fixed assets} + \text{Current assets}) \times 100$
ROS	$\text{Operating profit} / (\text{Net sales} + \text{Other operating revenues} + \text{Stock variations}) \times 100$
PROFITTO PER DIPENDENTE	$(\text{Operating profit} + \text{financial profit}) / \text{Employees}$
LEVERAGE	$\text{SHAREHOLDERS FUNDS} / [\text{TOTAL SHAREHOLDERS FUNDS \& LIABILITIES} - \text{CREDITORS} + \text{OTHER CURRENT LIABILITIES}] \times 100$
TASSO DI VARIAZIONE DELL'ATTIVO NETTO _T	$[(\text{Total assets}_T - \text{Total assets}_{T-1}) / \text{Total assets}_{T-1}] \times 100$ Dove: Total assets = Fixed assets + Current assets
VALORE AGGIUNTO PER DIPENDENTE	$(\text{Profit for period} + \text{Depreciation} + \text{Taxation} + \text{Interests paid} + \text{Cost of employees}) / \text{Employees}$ Dove:

	Added Value = Profit for period + Depreciation + Taxation + Interests paid + Cost of employees
TASSO DI VARIAZIONE DELLA PRODUTTIVITA' T	$[(\text{Added Value} / \text{Employees}_T - \text{Added Value} / \text{Employees}_{T-1}) / \text{Added Value} / \text{Employees}_{T-1}] \times 100$
INTANGIBLE ASSETS PER DIPENDENTE	Intangible Fixed Assets / Employees Dove: Intangible assets = All intangible assets such as formation expenses, research expenses, goodwill, development expenses and all other expenses with a long term effect
INTANGIBLE ASSETS SU CAPITALE INVESTITO	Intangible Fixed Assets / Total Assets

Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus.

Infine, è stato individuato un campione di controllo²². Esso è servito a normalizzare gli indici delle imprese acquirenti, nel senso di depurarli da effetti dovuti ad andamenti congiunturali della domanda ovvero a variazioni nei prezzi degli input e degli output. A tal fine, per ciascun anno solare si è sottratto dagli indici di ciascuna impresa acquirente la media degli indici del relativo campione di imprese di controllo, e poi si è calcolata la media di queste differenze, distinguendo per paesi²³.

Tutte le variabili normalizzate – ma lo stesso si è fatto già in fase di raccolta dati –, riferite ad anni solari, sono state “datate” in rapporto all’anno dell’operazione; se, per esempio, un’impresa ha effettuato un *takeover* nel 2006, gli indici dell’anno solare 2006 sono gli indici dell’anno “0”, quelli del 2005 sono gli indici dell’anno “- 1”, quelli del 2007 dell’anno “+ 1”, e così via²⁴.

Per ciascun indice e per ciascun paese, infine, è stata calcolata la differenza tra la media delle differenze di due anni e di un anno successivi all’acquisizione e la media delle differenze relative dell’anno precedente l’acquisizione medesima, per avere un’idea diretta delle variazioni di breve periodo tra il ‘prima’ e il ‘dopo’ l’evento. Insomma, per valutare gli effetti delle acquisizioni, si è testato se gli indici normalizzati riferiti a un momento precedente all’acquisizione differiscono rispetto agli stessi indici riferiti a un momento successivo al cambiamento di proprietà, e a tal fine si è scelto come anno maggiormente significativo del periodo ante-acquisizione l’anno precedente (“anno -1”)²⁵.

4. La frequenza delle acquisizioni. Confronto per paesi, settori e regimi tecnologici

Un primo confronto delle operazioni di M&A per paese di provenienza delle imprese acquirenti non è privo d’interesse (Tabella 2).

TABELLA 2: Distribuzione delle frequenze assolute, relative e relative sul totale delle imprese totali presenti nel mercato delle M&A per impresa acquirente, 2006-2007. Confronto per paesi

<i>Paesi</i>	<i>Imprese bidder</i>		<i>Imprese totali nel mercato</i>		<i>(Imprese bidder/imprese totali)*100</i>
	<i>Numero</i>	<i>% sul totale</i>	<i>Numero</i>	<i>% sul totale</i>	
Austria	2	0,18 (15)	150	0,35	1,33 (13)
Belgio	42	3,69 (10)	2197	5,09	1,91 (10)
Danimarca	39	3,43 (11)	633	1,47	6,16 (2)
Finlandia	93	8,18 (6)	1170	2,71	7,95 (1)
Francia	123	10,82 (3)	5870	13,59	2,10 (9)
Germania	163	14,34 (2)	6972	16,14	2,34 (7)
Grecia	13	1,14 (13)	805	1,86	1,61 (12)
Irlanda	8	0,70 (14)	475	1,10	1,68 (11)
Italia	111	9,76 (4)	9418	21,81	1,18 (14)
Lussemburgo	0	0,00 (16)	82	0,19	0,00 (15)
Norvegia	63	5,54 (8)	1207	2,79	5,22 (3)
Olanda	65	5,72 (7)	1362	3,15	4,77 (4)
Portogallo	16	1,41 (12)	1206	2,79	1,33 (13)
Regno Unito	243	21,37 (1)	5547	12,84	4,38 (5)
Spagna	98	8,62 (5)	4332	10,03	2,26 (8)
Svezia	58	5,10 (9)	1761	4,08	3,29 (6)
TOTALE	1137	100,00	43187	100,00	2,63

Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus; tra parentesi è indicata la posizione del paese in una classifica dalla maggiore alla minore frequenza.

La seconda colonna da sinistra indica la quota di imprese *bidder* di ciascun paese sul totale. Il mercato più attivo in fusioni ed acquisizioni è il Regno Unito, seguito ad una certa distanza da Germania e Francia. Basso appare il posizionamento nella classifica dei paesi scandinavi, mentre stupisce il quarto posto dell'Italia: notoriamente, infatti, il mercato nazionale per il controllo delle imprese è poco dinamico rispetto ad altri paesi europei di uguale grandezza, e non è certo ai livelli del Nord Europa.

Getta luce su questa apparente anomalia l'ultima colonna a destra, in cui si è normalizzato il numero assoluto di operazioni rapportandolo, per ogni paese, al numero di imprese totali presenti nel mercato. La distribuzione dei paesi subisce in tal modo rilevanti capovolgimenti ed inversioni. L'Italia scende al penultimo posto, con un'incidenza di M&A pari alla metà di quella di Germania e Francia ed inferiore a quella di paesi tradizionalmente poco attivi, come Austria, Belgio e Portogallo. Il Regno Unito scende al quinto posto ed è superato da Finlandia, Danimarca, Norvegia ed Olanda, anche se si mantiene primo nella cerchia dei grandi paesi d'Europa. Germania e Francia

tengono in parte le posizioni, ma vedono crescere la distanza che le separa dai primi posti, occupati dai paesi scandinavi.

I risultati sembrano confermare le ipotesi elaborate negli studi sulla *corporate governance* (si vedano ad es. Rossi e Volpin, 2003 e La Porta *et al.*, 2000), secondo i quali le M&A sono più frequenti in paesi, come Regno Unito e paesi del Nord Europa, in cui la proprietà è frammentata e/o maggiore è la tutela dei piccoli azionisti; da tale tutela deriva infatti un'alta disponibilità di liquidità finanziaria, necessaria per poter effettuare i *takeover*. Meno frequenti, invece, sono le operazioni attese in paesi come Germania e in Italia: nel primo paese, infatti, i più grandi azionisti, che sono le banche, tendono a scoraggiare i tentativi di *takeover*; nel secondo, invece, è offerta agli investitori la tutela peggiore di tutto il Vecchio Continente e ridotta è la disponibilità di liquidità finanziaria; inoltre il controllo primario delle società da parte delle famiglie, che porranno barriere se oggetto di acquisizioni, costituisce un ulteriore ostacolo ai takeovers. Le operazioni di M&A in Italia e Germania sono appunto relativamente poco frequenti; solo per la Germania, in effetti, il dato è forse maggiore di quanto atteso.

La Tabella 3 introduce nuovi spunti di riflessione.

In termini assoluti le imprese si sono maggiormente impegnate in operazioni di fusione ed acquisizione nei settori di tipo SMI e meno nei settori di tipo SMII, ma in termini relativi la situazione è rovesciata. Se si prendono in considerazione le imprese complessivamente operanti in ciascuno dei due tipi di settore, infatti, i settori più attivi appaiono quelli SMII. La scomposizione del dato sulla base dei paesi d'origine delle imprese acquirenti corrobora quanto detto: in tutti i paesi le imprese hanno intrapreso in proporzione più acquisizioni nei settori SMII che in quelli SMI. Soltanto in Olanda e Svezia l'incidenza di *takeover* risulta maggiore nei settori SMI²⁶.

Non appare quindi confermata l'ipotesi secondo la quale il ricorso all'acquisizione di un'altra impresa è maggiore quanto è maggiore l'apertura del mercato all'ingresso di nuove imprese, e quanto minore è la cumulabilità della conoscenza innovativa (Damiani e Pompei, 2008).

Vanno fatte, tuttavia, due precisazioni. La prima è che uno stesso settore può presentare pattern innovativi riconducibili a entrambi i gruppi schumpeteriani²⁷. Secondo i risultati di Malerba ed Orsenigo (1996), le classi tecnologiche SMI sono presenti principalmente nei settori tradizionali (agroalimentare, abbigliamento, tessile, meccanica, strumentazione) e quelle SMII, al contrario, sono più presenti nei settori della chimica e dell'elettronica. Per alcune classi tecnologiche, tuttavia, si hanno evidenze diverse in alcuni paesi²⁸.

Secondo, per valutare correttamente la tenuta delle ipotesi sul rapporto fusioni/regimi tecnologici, occorre non dimenticare che l'appartenenza dei vari settori ai regimi tecnologici potrebbe aver subito modificazioni nel corso degli anni. La corrispondenza settori/regimi è infatti basata su studi

TABELLA 3: Distribuzione delle frequenze assolute, relative e relative sul totale delle imprese totali presenti nel mercato delle M&A per impresa acquirente, 2006-2007. Confronto per paesi e per regimi tecnologici

Paesi	SMI					SMII					SMI+SMII				
	Imprese acquirenti		Imprese totali		(Imprese acquirenti/ imprese totali)*100	Imprese acquirenti		Imprese totali		(Imprese acquirenti/ imprese totali)*100	Imprese acquirenti		Imprese totali		(Imprese acquirenti/ imprese totali)*100
	Numero	% sul totale	Numero	% sul totale		Numero	% sul totale	Numero	% sul totale		Numero	% sul totale	Numero	% sul totale	
Austria	0	0	46	0,25	0,00	1	0,41	22	0,33	4,55	1	0,14	68	0,27	1,47
Belgio	16	3,23	927	4,95	1,73	14	5,74	351	5,22	3,99	30	4,05	1278	5,02	2,35
Danimarca	18	3,63	323	1,72	5,57	7	2,87	93	1,38	7,53	25	3,38	416	1,63	6,01
Finlandia	37	7,46	467	2,49	7,92	15	6,15	143	2,12	10,49	52	7,03	610	2,40	8,52
Francia	53	10,69	2488	13,28	2,13	33	13,52	1064	15,81	3,10	86	11,62	3552	13,95	2,42
Germania	75	15,12	3000	16,02	2,50	46	18,85	1238	18,40	3,72	121	16,35	4238	16,65	2,86
Grecia	6	1,21	401	2,14	1,50	2	0,82	107	1,59	1,87	8	1,08	508	2,00	1,57
Irlanda	3	0,60	187	1,00	1,60	2	0,82	98	1,46	2,04	5	0,68	285	1,12	1,75
Italia	52	10,48	4378	23,38	1,19	22	9,02	1304	19,38	1,69	74	10,00	5682	22,32	1,30
Norvegia	35	7,06	635	3,39	5,51	8	3,28	140	2,08	5,71	43	5,81	775	3,04	5,55
Olanda	26	5,24	449	2,40	5,79	1	0,41	131	1,95	0,76	27	3,65	580	2,28	4,66
Portogallo	8	1,61	616	3,29	1,30	2	0,82	122	1,81	1,64	10	1,35	738	2,90	1,36
Regno Unito	99	19,96	2449	13,08	4,04	68	27,87	1059	15,74	6,42	167	22,57	3508	13,78	4,76
Spagna	41	8,27	1735	9,26	2,36	20	8,20	612	9,09	3,27	61	8,24	2347	9,22	2,60
Svezia	27	5,44	627	3,35	4,31	3	1,23	246	3,66	1,22	30	4,05	873	3,43	3,44
TOTALE	496	100,00	18728	100,00	2,65	244	100,00	6730	100,00	3,63	740	100,00	25458	100,00	2,91

Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus; non è incluso il Lussemburgo, privo di imprese acquirenti negli anni considerati; non sono presentati, infine, i dati relativi a quei settori non rientranti in nessuno dei due regimi tecnologici e per questo classificati come "Altri".

empirici degli anni '90 e i pattern innovativi mutano nel tempo (Klepper, 1996; Gort e Klepper, 1982; Malerba, 2004).

Le imprese operano in un certo paese, presentano un determinato fatturato, ma quello che le contraddistingue è innanzitutto il tipo di attività che svolgono e quindi il mercato – con le sue caratteristiche – in cui si trovano a competere. Nel presente studio è stata presa in considerazione la manifattura, e può essere utile scomporla per ricostruire più nel dettaglio la distribuzione delle fusioni tra le industrie.

L'ultima colonna a destra della Tabella 4 mostra la percentuale delle imprese acquirenti sul totale delle imprese dello stesso settore ATECO 2002.

TABELLA 4: Distribuzione delle frequenze assolute, relative e relative sul totale delle imprese totali presenti nel mercato delle M&A per impresa acquirente, 2006-2007. Confronto per settori ATECO 2002

<i>Settori ATECO 2002</i>	<i>Imprese bidder</i>		<i>Imprese totali nel mercato</i>		<i>(Imprese bidder/imprese totali)*100</i>
	<i>Numero</i>	<i>% sul totale</i>	<i>Numero</i>	<i>% sul totale</i>	
Industrie alimentari, delle bevande e del tabacco	178	15,74 (1)	6714	15,55	2,65 (7)
Industrie tessili e dell'abbigliamento	37	3,27 (10)	2231	5,17	1,66 (13)
Industrie conciari, fabbricazione di prodotti in cuoio, pelle e similari	4	0,35 (13)	480	1,11	0,83 (14)
Industria del legno e dei prodotti in legno	31	2,74 (11)	1134	2,63	2,73 (5)
Fabbricazione della pasta-carta, della carta e del cartone, dei prodotti di carta; stampa ed editoria	58	5,13 (8)	2469	5,72	2,35 (9)
Fabbricazione di coke, raffinerie di petrolio, trattamento dei combustibili nucleari	6	0,53 (12)	269	0,62	2,23 (10)
Fabbricazione di prodotti chimici e di fibre sintetiche e artificiali	141	12,47 (3)	4245	9,83	3,32 (2)
Fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche	58	5,13 (8)	2619	6,06	2,21 (11)
Fabbricazione di prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi	69	6,10 (6)	2291	5,30	3,01 (3)
Metallurgia, fabbricazione di prodotti in metallo	126	11,14 (5)	6781	15,70	1,86 (12)
Fabbricazione di macchine ed apparecchi meccanici	138	12,20 (4)	5175	11,98	2,67 (6)
Fabbricazione di macchine elettriche e di apparecchiature elettriche, elettroniche ed ottiche	171	15,12 (2)	4368	10,11	3,91 (1)
Fabbricazione di mezzi di trasporto	67	5,92 (7)	2427	5,62	2,76 (4)
Altre industrie manifatturiere	47	4,16 (9)	1984	4,59	2,37 (8)

TOTALE	1131	100,00	43187	100,00	2,62
--------	------	--------	-------	--------	------

Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus; tra parentesi è indicata la posizione del settore in una classifica dalla maggiore alla minore frequenza.

I settori in cui le operazioni di M&A risultano più frequenti sono il settore elettrico, elettronico ed ottico, la chimica ed il settore della lavorazione di minerali non metalliferi; le relative percentuali si attestano al di sopra della media del campione, e l'elettrica/elettronica si delinea nettamente al di sopra degli altri settori. La metallurgia, il settore tessile e dell'abbigliamento e quello della concia e della lavorazione del cuoio, pelle e similari presentano, invece, un'incidenza di imprese *bidder* molto al di sotto della media.

Anche nel caso dei settori, tuttavia, allo stesso modo di quanto constatato per i paesi, frequenze assolute e relative si distribuiscono diversamente. In termini assoluti le imprese acquirenti più numerose provengono dal settore alimentare e del tabacco, seguito a ruota dal settore dell'elettronica e, ad un po' di distanza, da quelli chimico e meccanico. Sommati, questi primi quattro settori raccolgono il 55,53% delle imprese *bidder*, ovvero 628 imprese su 1.131 totali.

Si può constatare che i più attivi in M&A sono la chimica e l'elettronica.

5. M&A e dimensione delle imprese

Si è ritenuto di analizzare anche la distribuzione delle imprese *bidder* tra paesi per classi dimensionali (Tabella 5).

La maggior parte delle imprese *bidder* è costituita da imprese medio-grandi: le imprese di media grandezza assommano al 24,31% del totale, e ben il 72,50% hanno un fatturato superiore a 50 milioni di euro. La rilevanza numerica di queste ultime imprese non pare dovuta al ruolo predominante delle imprese di tale grandezza nella manifattura: sono proprio le imprese più grandi ad intraprendere con maggior frequenza operazioni di M&A (5,19 imprese ogni 100), ben sopra il livello registrato per le imprese complessivamente considerate (2,62 imprese ogni 100).

Se si osserva la suddivisione tra paesi delle imprese di diversa dimensione si può capire in parte il diverso grado di dinamicità del mercato del controllo societario nel contesto europeo. Infatti, se è vero che sono le imprese più grandi ad intraprendere maggiormente M&A, allora la maggiore o minore quota di queste sul totale delle imprese operanti in ciascun paese non è del tutto ininfluenza. A parità di condizioni, un paese con una base industriale ampia e frammentata in tante piccole e medie unità aziendali risulterà meno attivo di altri nel mercato delle acquisizioni d'impresa.

TABELLA 5: Distribuzione delle frequenze assolute e relative sul totale delle imprese totali presenti nel mercato delle M&A per impresa acquirente, 2006-2007. Confronto per paesi e per classi dimensionali

<i>Paesi</i>	<i>MICRO</i>			<i>PICCOLE</i>			<i>MEDIE</i>			<i>GRANDI</i>			<i>Totale Paese</i>		
	<i>% Imprese acquirenti</i>	<i>% Imprese totali</i>	<i>(Imprese acquirenti/ imprese totali)*100</i>	<i>% Imprese acquirenti</i>	<i>% Imprese totali</i>	<i>(Imprese acquirenti/ imprese totali)*100</i>	<i>% Imprese acquirenti</i>	<i>% Imprese totali</i>	<i>(Imprese acquirenti/ imprese totali)*100</i>	<i>% Imprese acquirenti</i>	<i>% Imprese totali</i>	<i>(Imprese acquirenti/ imprese totali)*100</i>	<i>Imprese acquirenti</i>	<i>Imprese totali</i>	<i>(Imprese acquirenti/ imprese totali)*100</i>
Austria	0,00	2,00	0,00	0,00	1,33	0,00	0,00	62,67	0,00	100,00	34,00	3,92	2	150	1,33
Belgio	0,00	1,32	0,00	2,38	1,73	2,63	38,10	65,13	1,12	59,52	31,82	3,58	42	2197	1,91
Danimarc	0,00	0,79	0,00	0,00	0,79	0,00	12,82	51,34	1,54	87,18	47,08	11,41	39	633	6,16
Finlandia	1,08	2,31	3,70	1,08	1,97	4,35	27,96	64,10	3,47	69,89	31,62	17,57	93	1170	7,95
Francia	0,00	0,48	0,00	3,25	0,97	7,02	29,27	61,52	1,00	67,48	37,04	3,82	123	5870	2,10
Germania	0,62	0,33	4,35	1,86	0,82	5,26	11,18	47,55	0,54	86,34	51,31	3,89	161	6972	2,31
Grecia	0,00	0,87	0,00	7,69	8,32	1,49	30,77	71,06	0,70	61,54	19,75	5,03	13	805	1,61
Irlanda	0,00	1,05	0,00	0,00	3,58	0,00	42,86	57,68	1,09	57,14	37,68	2,23	7	475	1,47
Italia	0,00	0,56	0,00	1,80	1,56	1,36	11,71	67,34	0,20	86,49	30,54	3,34	111	9418	1,18
Norvegia	0,00	2,40	0,00	1,59	1,49	5,56	25,40	66,45	2,00	73,02	29,66	12,85	63	1207	5,22
Olanda	1,54	0,51	14,29	6,15	1,47	20,00	4,62	38,84	0,57	87,69	59,18	7,07	65	1362	4,77
Portogallo	0,00	0,91	0,00	6,25	12,60	0,66	43,75	69,07	0,84	50,00	17,41	3,81	16	1206	1,33
Regno	1,66	1,12	6,45	2,49	1,80	6,00	26,97	56,97	2,06	68,88	40,11	7,46	241	5547	4,34
Spagna	1,03	0,83	2,78	0,00	1,43	0,00	39,18	65,77	1,33	59,79	31,97	4,19	97	4332	2,24
Svezia	5,17	1,25	13,64	1,72	1,59	3,57	43,10	72,80	1,95	50,00	24,36	6,76	58	1761	3,29
Totale Classe	0,97	0,81	3,17	2,21	1,84	3,15	24,31	60,71	1,05	72,50	36,65	5,19	1131	43105	2,62

Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus.

Ad esempio l'Italia, rivela relativamente poco attiva in M&A, appare caratterizzata dal ruolo importante di imprese di piccola e media dimensione: il 67,34% delle imprese italiane operanti nei settori manifatturieri sono "medie", contro il 61,22% rilevabile a livello europeo.

Viceversa in Olanda, un paese alquanto attivo in acquisizioni societarie, il 60% delle imprese che operano nelle manifatture hanno in media fatturati superiori a 50 milioni di euro, più che in qualsiasi altro paese, e le imprese di media dimensione, invece, sono relativamente poche. Le grandi imprese olandesi sono più attive in M&A di quanto lo siano in media le loro omologhe (7,07 imprese ogni 100 effettuano acquisizioni societarie), ed anche le imprese olandesi "micro" e quelle "piccole" lo sono rispetto alle loro controparti negli altri paesi europei (il 14,29% e il 20%, rispettivamente, delle imprese totali).

6. Le caratteristiche delle imprese acquirenti prima dell'acquisizione

6.1 La redditività e il profitto

La ricostruzione delle *performance* di redditività delle imprese acquirenti prima dell'acquisizione porta a distinguere sei diversi casi nello scenario europeo (Tabella 6).

Nella maggior parte dei paesi (Belgio, Finlandia, Francia, Norvegia e Regno Unito) le imprese bidder risultano in media più redditizie di quelle del campione di controllo nei tre anni precedenti l'acquisizione. L'omogeneità dei tre indici esaminati (ROA, ROE, ROI) conferma la solidità delle realtà imprenditoriali nel medio periodo che precede la scelta di effettuare l'acquisizione societaria. E' un primo dato importante, considerato poi che due tra i principali paesi europei, anche in termini di attività di M&A (come visto), Regno Unito e Francia, rientrano in questo gruppo.

In altri paesi la situazione si presenta differente. In Grecia, Svezia e Olanda la redditività globale delle imprese acquirenti è in forte crescita rispetto al campione di controllo prima dell'acquisizione, ma appare essere sostenuta dai risultati della gestione atipica a fronte di un più scarso rendimento degli investimenti in quella caratteristica (gli indici ROI sono in media minori di quelli del relativo controllo).

Nel caso del Portogallo a rendere più redditizie rispetto al campione di controllo le imprese *bidder* è soprattutto il forte aumento negli anni dell'efficienza della gestione aziendale caratteristica (aumento progressivo del ROI); nella gestione del capitale proprio, invece, le attività atipiche continuano a produrre effetti complessivi negativi (il ROE è stabilmente sotto la media del controllo).

TABELLA 6: Indici ROE, ROI e ROA relativi all'analisi *ex ante* per tutte le imprese acquirenti (differenziali rispetto al campione di controllo)

Paesi	Indici ROE						Indici ROI						Indici ROA					
	Media anno - 1	n -1	Media anno -2	n -2	Media anno -3	n -3	Media anno -1	n -1	Media anno -2	n -2	Media anno -3	n -3	Media anno - 1	n -1	Media anno - 2	n -2	Media anno -3	n -3
Austria	-29,39	1					-8,31	1					-4,63	1				
Belgio	703,97	21	749,98	18	800,58	19	48,38	17	-1,41	14	9,20	17	4,42	21	2,15	19	0,95	19
Danimarc	-0,08	25	12,84	23									0,50	25	0,97	23		
Finlandia	1,14	51	17,39	45	5,98	45	0,39	49	1,85	43	0,93	43	1,97	51	1,29	44	1,83	45
Francia	1,05	29	1,31	29	-7,62	25	0,68	28	0,23	28	-6,62	25	2,25	29	1,19	29	0,40	26
Germania	-17,18	65	5,27	57	-15,49	50	-4,61	65	0,44	55	0,33	48	0,40	65	2,76	57	0,59	50
Grecia	5,19	10	-9,38	10	-11,61	10	-0,18	8	-13,36	7	-9,75	9	1,21	10	-4,65	10	-4,28	10
Irlanda	-23,96	2	17,00	2	5,22	2	-31,84	2	-0,41	2	-3,51	2	-21,91	2	-0,74	2	-0,29	2
Italia	-3,05	41	-25,06	39	-3,34	38	-4,37	40	2,65	40	7,01	39	-0,67	41	-1,45	40	-1,26	39
Norvegia	0,92	22	28,82	9	16,82	9	7,05	16	36,24	5	18,23	5	2,04	22	10,01	9	8,01	9
Olanda	5,06	32	4,73	32	-8,82	27	-2,35	31	0,66	31	-15,78	29	0,56	34	-1,95	34	-4,35	31
Portogallo	-16,04	4	-35,22	4	-25,34	4	9,19	2	0,17	1	-2,53	2	0,88	4	-2,81	4	-5,24	4
Regno Unito	315,42	114	224,83	111	178,39	105	1,43	111	-1,89	108	-9,41	102	2,34	121	0,93	116	-0,15	108
Spagna	-26,43	25	0,95	25	-2,88	25	-2,34	25	-2,02	25	-3,54	25	1,42	25	1,94	25	0,89	25
Svezia	7,71	17	-35,92	16	-8,97	14	-16,96	16	-17,93	15	-15,16	13	0,92	17	-5,08	16	-2,70	14
Totale	107,08	459	91,79	420	87,47	373	0,49	411	-0,58	374	-3,87	359	1,36	468	0,69	428	-0,18	382

Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus. Gli indici delle imprese acquirenti e del campione di controllo sono espressi in percentuale. "Media" esprime la media della differenza assoluta tra gli indici delle imprese acquirenti e la media di quelli del relativo campione di controllo. L'anno "-1" indica un anno prima l'acquisizione, "-2" due anni prima, "-3" tre anni prima. "n" indica la numerosità campionaria.

Le imprese bidder tedesche e spagnole non rientrano in nessuna delle situazioni presentate. Anch'esse mostrano una redditività globale (misurata dal ROA) mediamente superiore a quella delle altre imprese, ma meritano di essere esaminate nel dettaglio. La gestione caratteristica di queste imprese (ROI), infatti, non riesce a produrre rendimenti al di sopra dei livelli medi del controllo. I differenziali relativi all'indice ROE, inoltre, si presentano altalenanti, ma quasi sempre sono negativi, con una remunerazione per gli azionisti relativamente bassa.

Solo in due paesi, infine, le imprese che hanno effettuato una acquisizione sono partite da una situazione di debolezza in termini di redditività rispetto alle imprese di controllo: Irlanda ed Italia. In particolare, le imprese italiane sperimentano in media un progressivo peggioramento del ritorno sugli investimenti effettuati nell'ambito dell'attività di *core business* (ROI).

Un'analisi dei margini EBIT può arricchire le osservazioni appena fatte (Tabella 7, parte sinistra). Il margine EBIT, infatti, indica la parte di ricavi che l'impresa riesce a trasformare in utile operativo, ovvero misura l'incidenza percentuale del reddito operativo sul fatturato di una società²⁹.

Le imprese acquirenti di Belgio, Francia, Regno Unito e Portogallo, che manifestavano buoni rendimenti sugli investimenti, si distinguono in positivo anche per il margine EBIT. Con buona probabilità, per esse l'attività caratteristica costituisce, a tutti gli effetti, l'attività principale.

Nelle imprese olandesi e irlandesi, invece, tale attività, che appariva rendere meno delle altre, incide sempre di meno sul fatturato mano a mano che si avvicina l'acquisizione. Nelle imprese irlandesi anche la redditività globale è in media decrescente, il che può indicare, ad esempio, che esse hanno avviato strategie di riassetto aziendale con effetti negativi.

I margini EBIT delle imprese acquirenti di Grecia, Svezia, Spagna, Germania ed Italia si differenziano, in media, positivamente da quelli del controllo e, ad eccezione della Grecia, il divario va ovunque aumentando nel corso dei tre anni. L'impatto del reddito operativo sul fatturato di queste imprese, dunque, è in tendenziale crescita, mentre la redditività delle attività che ne costituiscono la fonte è in progressiva riduzione. In Italia si registra una diminuzione della redditività globale delle imprese, probabilmente a causa della centralità delle attività tipiche. Negli altri paesi citati, invece, la redditività totale tiene ed anzi cresce.

Nelle imprese finlandesi e norvegesi, complessivamente più redditizie di quelle del relativo controllo, l'attività operativa, al di là della sua buona redditività, perde "peso" nel fatturato nel corso dei tre anni che precedono l'acquisizione. Il trend norvegese di riduzione del vantaggio del ROI potrebbe essere legato al peggioramento complessivo negli anni del margine EBIT.

Quanto alla Danimarca, sono disponibili soltanto i dati relativi al ROE e al ROA: le imprese acquirenti sembrano complessivamente più redditizie delle altre, ma all'approssimarsi dell'acquisizione sperimentano un crollo della redditività media del capitale proprio, con danno per

TABELLA 7: Margini EBIT e profitto per dipendente relativo all'analisi *ex ante* per tutte le imprese acquirenti (differenziali rispetto al campione di controllo)

<i>Paesi</i>	<i>Margini EBIT</i>						<i>Profitto per dipendente</i>					
	<i>Media anno -1</i>	<i>n -1</i>	<i>Media anno -2</i>	<i>n -2</i>	<i>Media anno -3</i>	<i>n -3</i>	<i>Media anno -1</i>	<i>n -1</i>	<i>Media anno -2</i>	<i>n -2</i>	<i>Media anno -3</i>	<i>n -3</i>
Austria	-31,15	1					-0,93	2	-1,00	2		2
Belgio	3,19	21	2,40	19	0,51	19	0,30	19	-0,35	17	0,18	19
Danimarca	0,34	25	0,27	23			-9,65	25	3,15	23		
Finlandia	-0,84	49	-0,35	44	-0,74	44	-0,64	47	-0,36	44	0,62	41
Francia	4,39	29	4,51	29	1,37	26	-0,39	24	-0,54	25	-0,60	20
Germania	1,79	65	3,94	57	1,14	50	0,68	66	3,80	61	2,68	56
Grecia	5,32	10	7,57	10	7,79	10	2,50	10	0,63	10	1,08	9
Irlanda	-9,94	1	-6,92	2	1,24	2			-1,70	1		
Italia	3,87	41	3,82	39	0,48	38	0,20	34	-0,71	30	-0,27	32
Norvegia	-1,58	32	-2,58	31	0,25	27	-0,66	20	-0,84	9	0,37	4
Olanda	-0,38	22	7,59	9	5,75	9	-0,95	31	-1,14	31	-1,64	29
Portogallo	0,55	4	-3,54	4	-6,96	4	-0,70	2	-15,00	1	-1,33	2
Regno Unito	2,59	120	0,48	114	-0,25	105	2,03	121	1,33	115	-0,04	108
Spagna	0,84	25	1,85	25	-0,43	25	-0,75	25	-0,48	24	-0,51	24
Svezia	0,61	17	-1,63	15	-1,72	13	-0,20	17	-0,50	15	-0,24	14
Totale	1,59	462	1,55	421	0,37	372	-0,05	443	0,80	408		360

Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus. I margini EBIT delle imprese acquirenti e del campione di controllo sono espressi in percentuale; per essi "Media" esprime la media della differenza assoluta tra gli indici delle imprese acquirenti e le media di quelli del relativo campione di controllo. Gli indici di profitto per dipendente delle imprese acquirenti e del campione di controllo sono espressi in valori monetari; per essi "Media" esprime la media delle differenze percentuali tra gli indici delle imprese acquirenti e le media di quelli del relativo campione di controllo. L'anno "-1" indica un anno prima l'acquisizione, "-2" due anni prima, "-3" tre anni prima. "n" indica la numerosità campionaria.

gli azionisti. Il margine EBIT segnala un reddito operativo sul fatturato superiore a quello del controllo.

Le imprese più redditizie sono quelle più profittevoli, ma questo non esclude che imprese meno redditizie conseguano profitti alti in termini monetari. Analizzare il profitto per dipendente delle imprese a margine dello studio della redditività può, quindi, aggiungere ulteriori elementi per delineare il profilo delle imprese *bidder* nel loro avviarsi all'acquisizione.

Il quadro generale che emerge (parte destra della Tabella 7) è molto articolato e non permette di affermare l'esistenza di correlazioni precise nello scenario europeo³⁰. Tuttavia, nella maggior parte dei paesi, compresa la Francia, le imprese acquirenti non si distinguono per un profitto per dipendente superiore a quello delle imprese del controllo, bensì per un profitto inferiore; gli andamenti sono diversi da paese a paese.

Le imprese che hanno effettuato una acquisizione presentano stabilmente, nei diversi anni, un maggior profitto in Germania e in Grecia; a partire da due anni e da un anno prima dell'acquisizione, rispettivamente, in Regno Unito e in Italia.

6.2 La struttura finanziaria

Dall'analisi della struttura finanziaria delle imprese *bidder* emergono, tra i paesi europei, dinamiche più simili di quanto rilevato sul piano della redditività (si vedano gli indici di *leverage* in Tabella 8). Nella stragrande maggioranza dei paesi le imprese che hanno intrapreso M&A presentano un indebitamento in media minore di quello del controllo. Le imprese sono in generale meno indebitate delle altre ma non è ravvisabile quasi mai un trend di chiaro segno: il *leverage* oscilla da un anno all'altro, anche in misura rilevante, in quasi tutti i paesi.

In Grecia, ciò è vero solo in parte. Le imprese greche sono meno indebitate ad un anno dall'acquisizione, ma in precedenza risultano esserlo state molto di più; non si può escludere l'ipotesi che, almeno in alcuni casi, sia stata proprio la caduta degli oneri finanziari gravanti sull'impresa a convincere e/o a permettere al *management* di acquisire il controllo di un'altra realtà imprenditoriale.

In tre paesi, invece, le imprese acquirenti hanno una struttura finanziaria meno solida di quelle del controllo: Irlanda, Italia e Svezia. In Irlanda è addirittura visibile un progressivo peggioramento in termini finanziari. Sommato a quanto visto per la redditività, le imprese italiane ed irlandesi risultano, prima dell'acquisizione, poco redditizie e piuttosto indebitate. Quelle svedesi, invece, per quanto indebitate, sembrano godere di buona salute³¹.

Nella Tabella 8 si mostra anche la variazione annuale della ricchezza che le imprese hanno complessivamente a disposizione nel medio termine (in termini contabili, il loro attivo netto).

TABELLA 8: Indici di *leverage* e tassi di variazione dell'attivo netto relativi all'analisi *ex ante* per tutte le imprese acquirenti (differenziali rispetto al campione di controllo)

<i>Paesi</i>	<i>Indici di leverage</i>						<i>Tassi di variazione dell'attivo netto</i>			
	<i>Media anno -1</i>	<i>n -1</i>	<i>Media anno -2</i>	<i>n -2</i>	<i>Media anno -3</i>	<i>n -3</i>	<i>Media anno -1</i>	<i>n -1</i>	<i>Media anno -2</i>	<i>n -2</i>
Austria	27,02	2	29,94	1			20,86	1		
Belgio	19,44	21	19,28	19	11,22	19	38,96	19	-6,42	19
Danimarca							-10,91	23		
Finlandia	7,96	51	6,19	45	16,02	45	-5,80	44	-2,29	42
Francia	1,15	29	4,28	29	-1,98	26	-21450,41	28	-363,36	26
Germania	11,71	64	10,55	57	13,60	49	-216,42	56	1264,88	50
Grecia	2,38	10	-1,18	10	-3,21	10	5,21	10	-3,66	10
Irlanda	-32,44	2	-25,49	2	-18,50	2	-41,51	2	8,22	2
Italia	-4,04	41	-4,39	40	-5,09	39	-3,63	40	-42,47	36
Norvegia							-2632,85	9	14,48	9
Olanda	203,47	34	209,44	34	185,68	31	3,15	34	7,82	31
Portogallo	10,61	4	13,38	4	8,33	4	8,21	4	27,96	4
Regno Unito	7,51	121	32,46	116	18,76	108	-18,85	116	-540,66	108
Spagna	8,96	25	8,11	25	5,66	25	-23906,32	25	-27,19	25
Svezia	-6,52	17	-10,38	16	-6,36	15	7,34	15	2322,80	15
Totale	22,39	421	30,50	398	24,51	373	-2901,27	426	75,03	377

Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus. Gli indici delle imprese acquirenti e del campione di controllo sono espressi in percentuale. "Media" esprime la media della differenza assoluta tra gli indici delle imprese acquirenti e le media di quelli del relativo campione di controllo. L'anno "-1" indica un anno prima l'acquisizione, "-2" due anni prima, "-3" tre anni prima. "n" indica la numerosità campionaria.

In generale, emerge che l'attivo netto è una grandezza che varia molto di anno in anno, senza trend precisi.

Le imprese acquirenti austriache, belghe, greche, olandesi, portoghesi e svedesi sembrano aver investito bene negli anni, e senza risultare fortemente indebitate (ad eccezione di quelle svedesi); i loro *assets* crescono in misura maggiore di quanto non crescano gli *assets* a disposizione delle imprese di controllo.

Le imprese danesi, finlandesi, francesi, inglesi e spagnole, invece, pur essendo poco indebitate – come visto sopra – registrano una continua diminuzione dell'attivo netto.

L'Italia fa eccezione. La variazione costantemente negativa dell'attivo netto delle imprese *bidder* italiane pare segnalare l'impovertimento progressivo di imprese che, nell'insieme, sono poco redditizie ed alquanto indebitate.

6.3 La produttività

Dal lato della produttività, l'Europa rivela geografie diverse da quelle osservate per la redditività.

Il dato più sorprendente è quello dell'Italia (parte sinistra della Tabella 9): le imprese *bidder* della penisola, infatti, mantengono nei tre anni precedenti l'acquisizione un valore aggiunto per dipendente in media maggiore di quello delle relative imprese di controllo, a parità di dimensione di impresa. Le imprese italiane acquirenti, seppur piuttosto indebitate e poco redditizie, non sembrano mostrare valori medi della produttività.

Altre imprese acquirenti relativamente produttive sono quelle finlandesi e, eccezion fatta per il secondo anno precedente l'acquisizione, quelle belghe.

Nel resto degli altri paesi le imprese che hanno acquisito altre imprese non si distinguono in positivo per produttività, sebbene in più casi (Portogallo, Regno Unito e Svezia) il divario dalla produttività media delle altre imprese si riduca negli anni.

Passando all'analisi dei tassi di variazione emerge che il divario tra imprese *bidder* e imprese non *bidder* non si riduce nel breve periodo. Solo in Francia il valore aggiunto per dipendente cresce significativamente nelle imprese acquirenti, mentre negli altri paesi o non varia (se non di poco) o tende a diminuire (in Regno Unito e Norvegia diminuisce solo nel primo anno prima dell'acquisizione). Si segnala comunque il caso della Finlandia – uno dei tre paesi in cui le imprese *bidder* sono in media più produttive – caso in cui lungo i tre anni il vantaggio delle imprese acquirenti risulta in diminuzione progressiva anche consistente³².

TABELLA 9: Valore aggiunto per dipendente e tassi di variazione della produttività relativi all'analisi *ex ante* per tutte le imprese acquirenti (differenziali rispetto al campione di controllo)

<i>Paesi</i>	<i>Valore aggiunto per dipendente</i>						<i>Tassi di variazione della produttività</i>			
	<i>Media anno -1</i>	<i>n -1</i>	<i>Media anno -2</i>	<i>n -2</i>	<i>Media anno -3</i>	<i>n -3</i>	<i>Media anno -1</i>	<i>n -1</i>	<i>Media anno -2</i>	<i>n -2</i>
Austria										
Belgio	0,12	19	-0,18	17	0,09	19	0,07	15	-0,19	15
Danimarca										
Finlandia	0,25	47	0,29	44	0,17	41	-0,34	37	-19,55	34
Francia	-0,93	24	-0,92	25	-0,95	20	0,03	22	0,07	19
Germania	-0,16	68	1,00	62	1,21	57	-0,01	38	0,00	33
Grecia										
Irlanda										
Italia	0,11	35	0,06	31	0,61	33	-3,43	29	0,08	24
Norvegia	-0,96	20	-0,99	9	-0,32	4	-1,10	5	0,00	3
Olanda	-0,95	31	-0,83	31	-0,63	29	0,00	29	0,00	28
Portogallo	-0,34	2	-0,57	1	-0,71	2	0,00	1	0,00	1
Regno Unito	-0,26	122	-0,20	116	-0,56	109	-0,04	106	0,00	99
Spagna	-0,70	25	-0,53	24	-0,53	24	-0,17	24	-0,48	23
Svezia	-0,08	17	-0,21	15	-0,23	14	0,01	14	-0,76	12
Totale	-0,28	410	-0,06	375	-0,05	352	-0,39	320	-2,35	291

Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus. Gli indici di valore aggiunto per dipendente delle imprese acquirenti e del campione di controllo sono espressi in valori monetari; per essi “Media” esprime la media delle differenze percentuali tra gli indici delle imprese acquirenti e la media di quelli del relativo campione di controllo. I tassi di variazione della produttività delle imprese acquirenti e del campione di controllo sono espressi in percentuale; per essi “Media” esprime la media della differenza assoluta tra gli indici delle imprese acquirenti e la media di quelli del relativo campione di controllo. L’anno “-1” indica un anno prima l’acquisizione, “-2” due anni prima, “-3” tre anni prima. “n” indica la numerosità campionaria.

TABELLA 10: Intangible assets per dipendente ed intangible assets su capitale investito relativi all’analisi ex ante per tutte le imprese acquirenti (differenziali rispetto al campione di controllo)

Paesi	Intangible assets per dipendente						Intangible assets su capitale investito					
	Media anno -1	n -1	Media anno -2	n -2	Media anno -3	n -3	Media anno -1	n -1	Media anno -2	n -2	Media anno -3	n -3
Austria	-0,91	2	-1,00	2			-0,86	2	-0,99	1		
Belgio	3,04	19	3,26	17	4,21	19	1,33	21	2,27	19	2,59	19
Danimarca	0,26	25	0,09	23			0,31	25	0,22	23		
Finlandia	2,81	47	2,53	44	2,06	41	6,19	51	5,28	45	9,40	45
Francia	-0,98	24	-0,99	25	-0,99	20	0,98	29	0,91	29	0,86	26
Germania	0,63	68	-0,31	62	-0,04	57	72,01	65	66,53	57	0,87	50
Grecia	5,90	10	4,42	10	2,59	9	0,97	10	-0,07	10	-0,35	10
Irlanda			1,17	1					41,11	2	12,06	2
Italia	0,37	35	13,92	31	-0,47	33	0,85	41	1,11	40	0,29	39
Norvegia	-0,97	20	-0,99	9	-0,62	4	0,90	22	1,74	9	1,07	9
Olanda	-0,99	31	-0,98	31	-0,98	29	1,09	34	1,05	34	1,21	31
Portogallo	-0,80	2	516,76	1	-0,98	2	-0,37	4	-0,71	4	-0,83	4
Regno Unito	-0,57	122	0,41	116	-0,43	109	1,48	121	1,34	116	1,26	108
Spagna	-0,49	25	0,14	24	-0,17	24	0,65	25	0,99	25	0,94	25
Svezia	1,88	17	5,59	15	2,22	14	0,43	17	0,30	16	0,19	15
Totale	0,41	447	2,95	411	0,27	361	11,48	467	10,38	430	2,03	383

Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus. Gli indici delle imprese acquirenti e del campione di controllo sono espressi in valori monetari. “Media” esprime la media delle differenze percentuali tra gli indici delle imprese acquirenti e le media di quelli del relativo campione di controllo. L’anno “-1” un anno prima l’acquisizione, “-2” due anni prima, “-3” tre anni prima. “n” indica la numerosità campionaria.

6.4 Gli *intangible assets*

Gli *intangible assets* corrispondono alle immobilizzazioni immateriali (le spese di avviamento, di R&S e formazione, equiparabili ad investimenti ammortizzabili in più anni) e stanno sempre più conquistando un ruolo di primaria importanza³³.

Le imprese europee che hanno effettuato acquisizioni nel 2006 e nel 2007 si distinguono, in positivo, per possesso di *intangible assets*. Tale evidenza è confermata sia se si guarda agli *intangible assets* per dipendente, e quindi si quantifica l'intensità di tali *assets* nelle imprese, sia se si guarda agli *intangible assets* sul capitale investito (Tabella 10).

Solo in quattro paesi (Austria, Francia, Norvegia ed Olanda) le imprese *bidder* presentano in media *assets* intangibili per dipendente minori di quelli del controllo. Nel Regno Unito e nella penisola iberica, invece, all'inizio le imprese acquirenti sono relativamente povere in termini di *intangible assets*, ma successivamente, due anni prima dell'acquisizione, si ha invece il contrario.

Per dati livelli annui d'investimento, la quota di *assets* intangibili è stabilmente maggiore nelle imprese che hanno intrapreso M&A nella quasi totalità dei paesi studiati (si vedano i dati degli *intangible assets* su capitale investito in Tabella 10). Nei tre paesi europei più attivi in termini assoluti in M&A nel 2006-2007, che sono Regno Unito, Germania e Francia, ed anche in Svezia ed Irlanda, tale vantaggio appare addirittura in costante crescita.

Le imprese acquirenti sono relativamente "povere" di *assets* intangibili solo in Austria, Grecia e Portogallo, che sono paesi con mercati del controllo societario piuttosto limitati, come visto in precedenza. Nonostante ciò, il *gap* è limitato e risulta in progressiva diminuzione; in Grecia, ad esempio, ad un anno dall'acquisizione, le imprese *bidder* recuperano sulle imprese di controllo, rovesciando il rapporto.

7. Gli effetti delle acquisizioni

7.1 Gli effetti sulla redditività e sul profitto

In generale, sul versante della redditività, le acquisizioni non hanno prodotto progressi per le *bidder* nel breve periodo; anzi, la redditività di queste imprese appare diminuita (si veda la Tabella 11).

La redditività globale delle imprese acquirenti (segnalata dalle variazioni del ROA) peggiora sia nel primo che – per le poche imprese analizzabili – nel secondo anno dopo l'acquisizione in quasi tutti i paesi, compresi Germania e Regno Unito.

A parte la Finlandia e la Svezia, paesi dove la redditività sembra destinata a peggiorare ulteriormente, essa accenna ovunque a riprendersi, con maggiore o minore lentezza³⁴. In ogni caso,

TABELLA 11: Differenze delle medie degli indici ROE, ROI e ROA relativi all'analisi *ex post* per tutte le imprese acquirenti (differenziali rispetto al campione di controllo)

Paesi	Indici ROE				Indici ROI				Indici ROA			
	Differenza media +2/-1	n +2/-1	Differenza media +1/-1	n +1/-1	Differenza media +2/-1	n +2/-1	Differenza media +1/-1	n +1/-1	Differenza media +2/-1	n +2/-1	Differenza media +1/-1	n +1/-1
Austria			22,55	1				1			0,31	1
Belgio	-3,35	3	-374,20	21	-2,63	2	-35,80	16	-5,88	3	-7,57	21
Danimarc	-0,27	8	-19,34	25					-2,49	8	-5,70	25
Finlandia	-42,14	19	-25,97	51	-24,45	20	-0,20	49	-9,56	20	-5,73	51
Francia	-35,32	6	6,23	29	1,03	6	1,78	28	0,99	6	1,42	29
Germania	11,33	18	4,39	65	8,15	18	-0,90	64	-4,44	18	-1,68	65
Grecia	4,82	3	-2,08	10	8,58	1	-6,40	7	-0,25	3	-3,11	10
Irlanda			16,61	2			11,00	2			3,88	2
Italia	-1,33	3	-13,81	40	9,01	3	0,50	39	2,70	3	-1,38	41
Norvegia	29,96	3	-13,60	22	-5,98	2	-10,06	15	-0,36	3	-5,78	22
Olanda	-42,60	11	-20,30	31	-15,73	12	-7,41	30	-3,45	12	-6,28	33
Portogallo			-9,88	4			6,85	2			2,47	4
Regno Unito	105,15	35	20,79	112	1,53	31	-5,12	108	-2,12	35	-2,66	120
Spagna			-2,77	24			-26,91	25			-3,02	25
Svezia	-62,17	4	-16,24	17	-28,15	4	-11,10	15	-16,68	4	-7,53	17
Totale	19,84	113	-19,16	454	-5,77	99	-5,84	401	-4,16	115	-3,41	466

Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus. Gli indici delle imprese acquirenti e del campione di controllo sono espressi in percentuale. "Media" esprime la media della differenza assoluta tra gli indici delle imprese acquirenti e le media di quelli del relativo campione di controllo. L'anno "+2" indica due anni dopo l'acquisizione, "-1" un anno prima l'acquisizione. "n" indica la numerosità campionaria. "Differenza media +2/-1" indica la differenza tra "Media anno +2" e "Media anno -1"; "Differenza media +1/-1" indica la differenza tra "Media anno +1" e "Media anno -1". I dati relativi alla "Media anno +2" e "Media anno -1" ed alla "Media anno +1" e "Media anno -1" sono stati esclusi nella presentazione per insufficienza di spazio.

non si può riconoscere in nessun paese un impatto nell'insieme positivo: le imprese austriache, irlandesi e portoghesi, che paiono trarre beneficio dalla loro scelta, sono numericamente molto limitate, e per esse i dati non arrivano oltre un anno dopo l'acquisizione.

Gli effetti prodotti in Grecia e Regno Unito sono piuttosto simili. Le imprese acquirenti non possono dirsi più redditizie di prima in nessuno dei due paesi; nonostante ciò, a partire dal secondo anno successivo all'acquisizione, sembra avviarsi un certo recupero, con un forte aumento degli indici ROE, fino a livelli in media superiori a quelli precedenti l'evento.

Il caso dell'Italia merita forse un'attenzione particolare. Le imprese *bidder* italiane, infatti, sono risultate essere relativamente poco redditizie prima dell'acquisizione e, in particolare, sottoposte a un progressivo peggioramento della loro redditività industriale. Può non essere una pura casualità il fatto che è proprio tale redditività ad aumentare, forse in misura crescente, con l'acquisizione. Inoltre, rappresentative o meno che siano, tre delle imprese acquirenti possono vantare, a soli due anni di distanza, una redditività globalmente migliore delle imprese del controllo.

Anche lo studio dei margini EBIT offre risultati piuttosto univoci (prime colonne della Tabella 12).

In Germania e in Francia la parte di ricavi che la società riesce a trasformare in utile operativo cresce con l'acquisizione; in tutti gli altri casi diminuisce, talora considerevolmente.

In Italia e Norvegia l'impatto risulta positivo a due anni di distanza dall'operazione. Le imprese, tuttavia, sono troppo poche rispetto a quelle studiate nell'anno precedente, quindi il dato è poco significativo. Esso potrebbe indicare un impatto effettivamente diffuso tra le imprese, ma potrebbe anche essere sintomatico di differenze marcate tra le imprese che hanno acquisito.

Gli effetti dell'acquisizione non sono rilevanti nemmeno in termini di profitto per dipendente, sebbene siano, nel complesso, migliori. Tuttavia, in circa la metà dei paesi, il profitto aziendale in rapporto ai dipendenti dell'impresa si riduce rispetto all'anno precedente all'acquisizione.

Soltanto in Finlandia, Francia, Norvegia, Olanda ed Italia l'effetto è positivo in entrambi i due anni, seppure il numero limitato dei dati disponibili per il secondo anno dopo l'acquisizione consiglia prudenza.

Lo stesso dubbio riguarda anche le imprese acquirenti greche. Esse vedono crescere (e notevolmente) il proprio fatturato per dipendente solo nel primo anno post-acquisizione; l'anno successivo si registra una contrazione media fin sotto i livelli precedenti l'acquisizione societaria.

In Spagna, infine, l'effetto sul valore unitario del profitto non è negativo, ma è piuttosto limitato. La mancanza dei dati relativi al secondo anno dall'acquisizione impedisce di capire se nel breve periodo le imprese spagnole guadagnano o perdono e costringe a lasciare sospeso il giudizio.

TABELLA 12: Margini EBIT e profitto per dipendente relativi all'analisi ex post per tutte le imprese acquirenti (differenziali rispetto al campione di controllo)

Paesi	Margini EBIT								Profitto per dipendente							
	Media anno +2	Media anno -1	Differenza media +2/-1	n +2/-1	Media anno +1	Media anno -1	Differenza media +1/-1	n +1/-1	Media anno +2	Media anno -1	Differenza media +2/-1	n +2/-1	Media anno +1	Media anno -1	Differenza media +1/-1	n +1/-1
Austria						-31,15		1					-7,63	-0,93	-6,69	2
Belgio	2,23	5,43	-3,20	3	0,31	3,19	-2,88	21	-0,64	-0,09	-0,55	3	-0,67	0,30	-0,97	19
Danimarc	-2,97	1,69	-4,65	8	-3,51	0,34	-3,85	25	-0,62	7,37	-7,99	8	-0,83	9,65	-10,48	25
Finlandia	-2,08	-0,93	-1,14	19	-1,13	-0,84	-0,29	49	1,08	-0,97	2,06	19	2,33	-0,64	2,97	47
Francia	3,37	5,38	-2,02	6	4,66	4,39	0,27	29	2,39	-0,10	2,49	6	1,51	-0,37	1,87	23
Germania	-3,46	0,70	-4,17	18	2,57	1,79	0,79	65	-0,65	0,05	-0,71	18	0,73	0,70	0,02	65
Grecia	6,66	8,46	-1,80	3	-7,81	5,32	-13,13	10	1,65	3,82	-2,17	3	12,46	2,50	9,96	10
Irlanda					-8,78	-9,94	1,16	1					0,74			1
Italia	5,14	2,97	2,17	3	-0,44	3,87	-4,31	41	-0,07	-0,39	0,32	3	1,63	0,20	1,43	34
Norvegia	8,38	-0,10	8,48	3	-4,63	-0,38	-4,24	22	1,07	-0,93	2,00	3	-0,43	-0,66	0,23	20
Olanda	-0,10	-0,13	0,04	10	-0,94	-0,34	-0,61	30	0,90	-1,33	2,23	10	-0,30	-1,03	0,72	26
Portogallo					0,06	0,55	-0,50	4					-1,08	-0,70	-0,38	2
Regno Unito	3,54	4,73	-1,19	35	2,71	2,65	0,06	119	-0,67	1,96	-2,63	35	0,14	2,06	-1,92	120
Spagna					-0,90	0,84	-1,74	25					-0,46	-0,75	0,29	25
Svezia	-8,71	-2,69	-6,02	4	-1,90	0,61	-2,51	17	-0,76	0,37	-1,13	4	-0,66	-0,20	-0,46	17
Totale	0,45	2,18	-1,74	112	0,43	1,70	-1,26	459	0,06	0,94	-0,88	112	0,69	1,08	-0,39	436

Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus. I margini EBIT delle imprese acquirenti e del campione di controllo sono espressi in percentuale; per essi "Media" esprime la media della differenza assoluta tra gli indici delle imprese acquirenti e le media di quelli del relativo campione di controllo. Gli indici di profitto per dipendente delle imprese acquirenti e del campione di controllo sono espressi in valori monetari; per essi "Media" esprime la media delle differenze percentuali tra gli indici delle imprese acquirenti e le media di quelli del relativo campione di controllo. L'anno "+2" indica due anni dopo l'acquisizione, "-1" un anno prima l'acquisizione. "n" indica la numerosità campionaria. "Differenza media +2/-1" indica la differenza tra "Media anno +2" e "Media anno -1"; "Differenza media +1/-1" indica la differenza tra "Media anno +1" e "Media anno -1".

7.2 Gli effetti sulla struttura finanziaria

I dati ricavati per gli indici di *leverage* sembrano dimostrare che le imprese, per acquisire, hanno fatto ricorso a prestiti (Tabella 13).

In quasi tutti i paesi la situazione finanziaria delle imprese acquirenti peggiora dopo l'acquisizione societaria. In alcune circostanze le imprese divengono – invertendo la relazione di partenza – più indebitate della media delle imprese di controllo; ciò avviene in Francia per entrambi i due anni, e in Austria, Belgio e Spagna per il primo anno post-acquisizione.

In Irlanda (e, per quanto rilevabile, anche in Norvegia) l'effetto-indebitamento rientra già nel secondo anno dopo l'operazione, con il raggiungimento da parte delle imprese bidder di posizioni migliori di quelle ante-acquisizione. In nessuno dei casi in cui le imprese erano relativamente indebitate già prima dell'operazione, invece, la situazione pare potersi capovolgere (Italia e Svezia). A prima vista, in Portogallo e in Grecia l'impatto del ricorso a maggiori prestiti si ha solo a due anni dall'operazione di M&A. Si deve, tuttavia, fare attenzione alla numerosità campionaria alla base del calcolo dei valori, che è per questi paesi – come anche per Francia e Germania – estremamente diversa da un anno all'altro.

In Spagna, invece, il campione studiato varia di poco tra i due anni e segnala che l'indebitamento accenna a diminuire proprio a partire dal secondo anno.

I dati per Austria, Belgio, Olanda, Regno Unito, Italia e Finlandia sono disponibili solo per l'anno immediatamente successivo all'acquisizione. Mentre le imprese *bidder* austriache, belghe, italiane e finlandesi paiono aver fatto ricorso a capitale di terzi per l'acquisizione di una società, la stessa cosa non può dirsi per quelle olandesi e per quelle inglesi; queste ultime, almeno nell'immediato, presentano strutture finanziarie addirittura migliori degli anni precedenti. Su queste strutture potrebbero innestarsi come non innestarsi aggravamenti debitori tardivi.

Dopo aver acquisito il controllo di un'altra impresa, le imprese acquirenti divengono anche più “povere” (Tabella 13, parte destra): nel primo anno dopo l'acquisizione le imprese bidder si trovano a gestire un calo dell'attivo netto.

In quattro paesi (Grecia, Olanda, Portogallo e Svezia), l'attivo netto, che prima dell'acquisizione aumentava rispetto al controllo, ora decresce rispetto ad esso (si confrontino i dati di questi paesi nella terza e nella quarta colonna da destra).

Gli *assets* crescono in media soltanto nelle imprese *bidder* danesi, francesi, irlandesi e spagnole; il nuovo impulso seguito all'acquisizione permette loro di ridurre considerevolmente il divario di crescita che le separa dalle altre imprese.

A distanza di due anni dall'operazione di M&A, l'attivo netto riprende a migliorare – almeno nelle poche imprese che si sono potute studiare – solo in Grecia, Italia e Norvegia. Addirittura in questo

TABELLA 13: Indici di leverage e tassi di variazione dell'attivo netto relativi all'analisi ex post per tutte le imprese acquirenti (differenziali rispetto al campione di controllo)

Paesi	Indici di leverage								Tassi di variazione dell'attivo netto							
	Media anno +2	Media anno -1	Differenza media +2/-1	n +2/-1	Media anno +1	Media anno -1	Differenza media +1/-1	n +1/-1	Media anno +2	Media anno -1	Differenza media +2/-1	n +2/-1	Media anno +1	Media anno -1	Differenza media +1/-1	n +1/-1
Austria					-5,54	27,02	-32,57	2								
Belgio					-3,17	19,44	-22,60	21	1,31	10,89	-9,58	2	9,16	38,96	-29,80	19
Danimarc	-21,23	-1,60	-19,63	3					14,62	-0,15	14,77	7	-7,30	-10,91	3,61	23
Finlandia					3,73	7,96	-4,23	51	-10,26	-5,85	-4,41	16	-7154,85	-5,80	-7149,05	44
Francia	-5,90	4,34	-10,24	20	-2,43	1,15	-3,58	29	0,44	-21455,88	21456,33	6	-897,62	-21450,41	20552,79	28
Germania	-42,80	-28,75	-14,05	6	4,27	11,71	-7,44	64	-4,39	3954,98	-3959,37	16	-344,88	-216,42	-128,45	56
Grecia	12,41	17,18	-4,77	18	17,22	2,38	14,84	10	-1,66	-2,82	1,16	3	-750,03	5,21	-755,23	10
Irlanda	44,07	21,55	22,53	2	-38,86	-32,44	-6,42	2					-4,30	-41,51	37,21	2
Italia					-5,96	-4,04	-1,92	41	-2,77	-8,53	5,76	3	-30,73	-3,46	-27,26	39
Norvegia	-14,52	-20,28	5,76	3					4,49	-2648,52	2653,01	3	-3960,12	-2632,85	-1327,27	9
Olanda					425,08	203,47	221,62	34	-7,45	-0,72	-6,73	12	-138238,66	3,76	-138242,42	32
Portogallo	29,87	199,30	-169,43	9	24,10	10,61	13,49	4					-3,80	8,21	-12,01	4
Regno Unito					11,73	7,69	4,05	119	11,32	-18,49	29,81	34	-118,92	-18,89	-100,03	115
Spagna	16,28	25,56	-9,27	35	-7,20	8,96	-16,17	25					-0,21	-23906,32	23906,10	25
Svezia					-16,35	-6,52	-9,83	17	-6,29	19,90	-26,19	4	-8,02	7,34	-15,36	15
Totale	-62,26	-40,59	-21,67	4	37,36	22,51	14,85	419	1,36	-698,73	700,09	106	-11498,94	-2935,69	-8563,25	421

Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus. Gli indici delle imprese acquirenti e del campione di controllo sono espressi in percentuale. "Media" esprime la media della differenza assoluta tra gli indici delle imprese acquirenti e le media di quelli del relativo campione di controllo. L'anno "+2" indica due anni dopo l'acquisizione, "-1" un anno prima l'acquisizione. "n" indica la numerosità campionaria. "Differenza media +2/-1" indica la differenza tra "Media anno +2" e "Media anno -1"; "Differenza media +1/-1" indica la differenza tra "Media anno +1" e "Media anno -1".

ultimo caso l'attivo netto cresce più che nelle imprese dello stesso settore che non hanno effettuato un'acquisizione societaria.

7.3 Gli effetti sulla produttività

Dalla Tabella 14 (parte sinistra) emerge che le acquisizioni hanno prodotto, nel breve periodo, un effetto positivo sulla produttività delle imprese acquirenti.

Si tratta di un dato medio che, tuttavia, deve essere scomposto per evitare semplificazioni eccessive quanto inesatte. Innanzitutto, i dati non sono completi e mancano totalmente per Austria, Danimarca, Grecia ed Irlanda. In secondo luogo, il valore aggiunto per dipendente, che tradizionalmente indica l'efficienza produttiva di un'azienda, non cresce ovunque, e in talune circostanze appare in media decrescere rispetto allo *status quo* ante-acquisizione.

Durante il primo anno l'effetto è mediamente negativo soltanto per le imprese *bidder* belghe, finlandesi, portoghesi e svedesi; in Belgio si realizza un peggioramento di posizione delle imprese acquirenti rispetto al campione di controllo. Nel secondo anno le cose potrebbero essere cambiate, e, nonostante la disponibilità dei dati sia limitata e non consenta di escludere errori di valutazione, si può supporre che questo sia il caso almeno delle imprese del Belgio.

Le variazioni del tasso di crescita della produttività si sono potute misurare, in ciascun paese, per un numero limitato di imprese, a causa della mancanza, in molti casi, della contiguità temporale dei dati necessaria per calcolare i tassi. Nonostante questo, i risultati ottenuti sembrano rafforzare quanto detto finora.

Dopo l'acquisizione, la produttività delle imprese *bidder* diminuisce, e più di quanto diminuisca nelle altre imprese, solo in Belgio, Svezia e Francia; la posizione delle imprese acquirenti rispetto al controllo peggiora.

Nel resto dei paesi si segnala un andamento positivo della variazione annua della produttività. L'aumento è superiore a quanto mediamente registrato nelle imprese non *bidder* solo in Germania, Regno Unito e Spagna, e nei paesi nei quali era superiore già prima dell'acquisizione, come in Olanda.

In Finlandia, Norvegia ed Italia la variazione – positiva – della produttività media delle imprese acquirenti si avvicina, mantenendosene comunque al di sotto, al tasso di variazione mediamente osservato nel controllo.

In Portogallo, invece, l'andamento annuo della produttività non risulta sostanzialmente influenzato. Nel secondo anno post-acquisizione, l'unico dato che può dare informazioni aggiuntive è forse quello francese, anche se le imprese francesi analizzabili sono solo quattro. Esse presentano un

TABELLA 14: Valore aggiunto per dipendente e tassi di variazione della produttività relativi all'analisi *ex post* per tutte le imprese acquirenti (differenziali rispetto al campione di controllo)

Paesi	Valore aggiunto per dipendente								Tassi di variazione della produttività							
	Media anno +2	Media anno -1	Differenza media +2/-1	n +2/-1	Media anno +1	Media anno -1	Differenza media +1/-1	n +1/-1	Media anno +2	Media anno -1	Differenza media +2/-1	n +2/-1	Media anno +1	Media anno -1	Differenza media +1/-1	n +1/-1
Austria																
Belgio	-0,23	-0,48	0,25	3	-0,22	0,12	-0,34	19	-0,03	0,06	-0,09	1	-0,07	0,07	-0,13	15
Danimarc																
Finlandia	0,17	0,77	-0,60	19	0,19	0,25	-0,06	47	-0,23	-0,75	0,52	17	-0,32	-0,34	0,02	37
Francia	-0,75	-0,92	0,17	6	-0,87	-0,93	0,06	23	0,08	0,03	0,05	4	-1,12	0,03	-1,15	18
Germania	0,11	-0,10	0,21	19	-0,03	-0,13	0,10	66	-0,02	-0,01	-0,01	10	0,00	-0,01	0,01	32
Grecia																
Irlanda																
Italia	-0,17	-0,11	-0,07	3	2,45	0,11	2,34	35	0,01	0,00	0,01	3	-0,02	-3,69	3,67	27
Norvegia	-0,96	-0,99	0,04	3	-0,72	-0,96	0,24	20	-0,01	-1,10	1,09	2	-0,04	-1,10	1,06	5
Olanda	6,52	-0,97	7,50	12	7,35	-0,95	8,30	31	-0,02	-0,01	-0,01	12	0,65	0,00	0,65	29
Portogallo					-0,62	-0,34	-0,28	2					0,00	0,00	0,00	1
Regno Unito	-0,27	-0,32	0,06	36	-0,14	-0,26	0,12	121	0,00	-0,01	0,00	30	0,06	-0,04	0,10	103
Spagna					-0,20	-0,70	0,50	25					1,14	-0,17	1,31	24
Svezia	-0,25	0,37	-0,61	4	-0,48	-0,08	-0,41	17	0,12	0,33	-0,21	4	-0,05	0,02	-0,06	13
Totale	0,61	-0,19	0,80	105	0,62	-0,27	0,89	406	-0,04	-0,17	0,12	83	0,06	-0,41	0,47	304

Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus. Gli indici di valore aggiunto per dipendente delle imprese acquirenti e del campione di controllo sono espressi in valori monetari; per essi "Media" esprime la media delle differenze percentuali tra gli indici delle imprese acquirenti e le media di quelli del relativo campione di controllo. I tassi di variazione della produttività delle imprese acquirenti e del campione di controllo sono espressi in percentuale; per essi "Media" esprime la media della differenza assoluta tra gli indici delle imprese acquirenti e le media di quelli del relativo campione di controllo. L'anno "+2" indica due anni dopo l'acquisizione, "-1" un anno prima l'acquisizione. "n" indica la numerosità campionaria. "Differenza media +2/-1" indica la differenza tra "Media anno +2" e "Media anno -1"; "Differenza media +1/-1" indica la differenza tra "Media anno +1" e "Media anno -1".

aumento nella variazione della produttività; per lo meno in alcune delle imprese bidder, quindi, la produttività cresce mediamente in misura maggiore che nel resto del settore.

7.4 Gli effetti sugli *intangibile assets*

Le imprese che nel 2006 e nel 2007 hanno concluso acquisizioni e fusioni si sono rivelate molto dotate in termini di *intangibile assets*, o, se carenti, in forte recupero rispetto alla media del settore di appartenenza. In più, sono risultate molto attente, nella definizione delle proprie scelte di investimento, alle immobilizzazioni immateriali, se non addirittura impegnate in una loro crescita progressiva (si veda *supra*).

L'acquisizione può essere legata all'obiettivo di sfruttare complementarità o sinergie "invisibili"? A leggere la Tabella 15 sembrerebbe di sì.

L'effetto dell'acquisizione in termini di *intangibile assets* per dipendente è positivo in quasi tutti i paesi, sia nel primo anno successivo all'operazione, sia – per le poche imprese analizzabili – nel secondo.

In Grecia e in Italia gli *assets* intangibili in rapporto ai dipendenti aumentano a distanza di un anno, ma non a distanza di due. Se si considerano le poche imprese disponibili per il secondo anno successivo all'acquisizione se ne ricava o che l'aumento degli *assets* non è uniforme per tutte le imprese bidder, o che esso non si protrae dopo il primo anno.

In Finlandia e Belgio, nel primo anno vi è una correlazione *intangibile assets*/M&A negativa, ma la situazione sembra migliorare a partire dal secondo anno.

La situazione post-acquisizione è forse ancora migliore se si guarda agli *assets* intangibili su capitale investito. Dopo aver acquisito un'impresa, il vantaggio delle imprese acquirenti in termini di quote di immobilizzazioni immateriali sugli investimenti si consolida praticamente ovunque. L'impatto è particolarmente positivo in Portogallo; è minore in paesi come Francia, Grecia ed Italia. Solo in Italia, le imprese analizzate nel secondo anno (sono tre) accusano una diminuzione media della quota di *assets* intangibili sugli investimenti.

Germania e Finlandia rappresentano una parziale eccezione: le loro imprese acquirenti riducono in media nel breve periodo la quota di investimenti destinata ai fattori immateriali; nonostante ciò, il loro vantaggio rispetto alle imprese di controllo, presente fin da prima l'operazione, non viene compromesso. Nel secondo anno post-operazione, tuttavia, le diciannove imprese finlandesi studiate, che sono le uniche di questo paese per le quali si hanno dati, dimostrano un rinnovato dinamismo, o, quantomeno, mostrano che tra le imprese bidder non tutte hanno ridotto gli sforzi sul fronte degli *intangibile assets* dopo l'acquisizione.

TABELLA 15: Intangible assets per dipendente ed intangible assets su capitale investito relativi all'analisi ex post per tutte le imprese acquirenti (differenziali rispetto al campione di controllo)

Paesi	Intangible assets per dipendente								Intangible assets su capitale investito							
	Media anno +2	Media anno -1	Differenza media +2/-1	n +2/-1	Media anno +1	Media anno -1	Differenza media +1/-1	n +1/-1	Media anno +2	Media anno -1	Differenza media +2/-1	n +2/-1	Media anno +1	Media anno -1	Differenza media +1/-1	n +1/-1
Austria					-0,81	-0,91	0,10	2					-0,86	-0,86	0,00	2
Belgio	-0,97	-0,84	-0,13	3	0,06	3,04	-2,98	19	-0,68	-0,67	0,00	3	2,28	1,33	0,95	21
Danimarc	2,72	-0,27	2,99	8	1,56	0,26	1,31	25	1,46	0,06	1,40	8	1,57	0,31	1,25	25
Finlandia	3,74	2,89	0,85	19	1,00	2,81	-1,81	47	5,18	3,49	1,68	19	5,62	6,19	-0,57	51
Francia	-0,56	-1,00	0,44	6	-0,93	-0,98	0,05	23	0,80	-0,57	1,37	6	1,23	0,98	0,25	29
Germania	3,57	1,84	1,73	19	3,05	0,68	2,37	66	81,28	257,83	-176,55	18	44,27	72,01	-27,74	65
Grecia	-0,88	-0,50	-0,38	3	9,62	5,90	3,72	10	-0,91	-0,91	0,00	3	1,06	0,97	0,09	10
Irlanda																
Italia	-0,20	0,05	-0,25	3	4,33	0,37	3,96	35	0,56	1,11	-0,54	3	1,10	0,85	0,25	41
Norvegia	-0,99	-1,00	0,01	3	0,09	-0,97	1,07	20	0,06	-0,09	0,15	3	2,84	0,90	1,94	22
Olanda	1,59	-0,99	2,58	12	0,36	-0,99	1,35	31	0,88	0,47	0,42	12	1,77	1,09	0,68	34
Portogallo					142,09	-0,80	142,88	2					60,31	-0,37	60,69	4
Regno Unito	0,92	-0,58	1,49	36	0,85	-0,57	1,42	121	2,65	2,06	0,59	35	2,08	1,48	0,60	120
Spagna					0,67	-0,49	1,17	25					1,16	0,65	0,51	25
Svezia	4,87	1,65	3,23	4	4,64	1,88	2,76	17	3,04	0,03	3,01	4	2,78	0,43	2,35	17
Totale	1,89	0,42	1,47	116	2,28	0,42	1,85	443	14,83	41,93	-27,11	114	8,65	11,50	-2,85	466

Fonte: nostre elaborazioni su dati Amadeus. Gli indici delle imprese acquirenti e del campione di controllo sono espressi in valori monetari. "Media" esprime la media delle differenze percentuali tra gli indici delle imprese acquirenti e le media di quelli del relativo campione di controllo. L'anno "+2" indica due anni dopo l'acquisizione, "-1" un anno prima l'acquisizione. "n" indica la numerosità campionaria. "Differenza media +2/-1" indica la differenza tra "Media anno +2" e "Media anno -1"; "Differenza media +1/-1" indica la differenza tra "Media anno +1" e "Media anno -1".

8. Conclusioni

Il lavoro ha analizzato il processo di riallocazione della proprietà nei settori manifatturieri di 16 paesi europei, concentrandosi sullo studio dei fattori istituzionali, settoriali e tecnologici alla base di fusioni ed acquisizioni, per poi passare ad un esame delle determinanti ed effetti di tali operazioni in termini di *performance* per le imprese acquirenti.

La distribuzione delle operazioni tra paesi ha confermato le ipotesi elaborate negli studi sulla *corporate governance* (Rossi e Volpin, 2003 e La Porta *et al.*, 2000). I mercati più attivi in fusioni ed acquisizioni sono risultati essere i paesi scandinavi e il Regno Unito, mentre l'incidenza delle M&A si è rivelata molto meno frequente in Italia, le cui imprese bidder, rispetto al totale delle imprese, corrispondono ad appena la metà di quelle di Germania e Francia.

L'analisi della frequenza delle acquisizioni a livello di industria ha poi mostrato che i settori più attivi in M&A sono la chimica e l'elettronica.

Rispetto ai due regimi tecnologici schumpeteriani, invece, le ipotesi elaborate in letteratura risultano smentite. In quasi tutti i paesi le imprese hanno effettuato più acquisizioni societarie, in proporzione al totale delle aziende presenti, nei settori SMII.

L'attenzione all'eterogeneità dimensionale delle imprese bidder aggiunge altre evidenze interessanti. La maggior parte delle imprese bidder europee è di media e soprattutto di grande dimensione, e l'analisi dell'incidenza dei *takeover* per classi dimensionali ha mostrato che sono proprio le imprese più grandi ad intraprendere con maggior frequenza operazioni di M&A.

Lo sguardo alla dimensione delle imprese acquirenti ha consentito anche di individuare le peculiarità nazionali di alcuni paesi e di capire in parte la loro scarsa dinamicità nel mercato delle acquisizioni d'impresa, a partire dall'Italia, paese per il quale i dati hanno mostrato il ruolo di primaria importanza svolto dalle imprese di piccola e media dimensione.

Dall'analisi *ex ante* delle *performance* delle imprese acquirenti sono emerse le evidenze seguenti: nella maggior parte dei paesi, nei tre anni precedenti l'acquisizione societaria, le imprese bidder sono risultate in media più redditizie, meno indebitate, meno produttive e più dotate di *intangible assets* delle imprese del campione di controllo. Le imprese acquirenti di alcuni paesi, inoltre, paiono aver investito bene negli anni precedenti l'acquisizione, con una conseguente crescita dei loro *assets*. Nella maggior parte dei paesi, prima dell'acquisizione, le imprese acquirenti non si sono distinte per un profitto per dipendente superiore a quello delle imprese del controllo, bensì per un profitto inferiore.

L'analisi *ex post* delle caratteristiche delle imprese acquirenti ha rivelato effetti delle M&A di breve periodo differenziati nello scenario europeo. Dopo aver acquisito il controllo di un'altra impresa, le

imprese *bidder* sono generalmente risultate, rispetto all'anno precedente l'operazione, meno redditizie, con profitti medi per dipendente minori, più indebitate, più 'povere' in termini di *assets*. L'acquisizione societaria ha prodotto effetti positivi, tuttavia, sul versante della produttività e degli *intangible assets*. In particolare, essa sembra aver garantito alle imprese acquirenti un ulteriore slancio propulsivo sul versante della ricchezza "invisibile", probabilmente grazie al *know-how* dell'impresa acquisita.

Sia il quadro generale *ex ante* che quello *ex post* sono molto articolati, ma esistono linee coerenti dei risultati tra alcuni paesi che consentono di definire gruppi omogenei.

La maggior parte dei paesi cui si è appena fatto riferimento corrisponde in buona sostanza ai paesi del Nord Europa (Finlandia, Norvegia, Danimarca, Olanda), a Germania, Francia e Regno Unito: sono nel complesso i paesi più attivi in M&A in tutta Europa e le analogie dei risultati acquistano anche per questo un valore aggiuntivo.

Caratteristiche simili ma diverse dalla maggioranza dei paesi presentano invece Italia ed Irlanda: solo in questi due paesi, infatti, le imprese *bidder* sono risultate *ex ante* meno redditizie e più indebitate delle imprese di controllo; al contempo, almeno in Italia, esse si sono dimostrate relativamente più produttive, ed *ex post* hanno sperimentato un impatto positivo minore sugli *intangible assets* (mancano questi dati per l'Irlanda). Anche in Svezia le imprese *bidder* sono partite da una situazione di relativa debolezza sul fronte finanziario, ma a differenza dei casi precedenti si sono distinte anche per una minore produttività media, e dopo l'acquisizione non hanno tratto benefici immediati dall'acquisizione in termini di valore aggiunto per dipendente.

I restanti paesi caratterizzati da mercati per il controllo societario poco dinamici (Grecia, Austria e Portogallo) paiono a loro volta differenziarsi dai due gruppi precedenti. Infatti, prima dell'acquisizione le loro imprese *bidder* sono apparse piuttosto solide dal punto di vista finanziario, ma non particolarmente brillanti in termini di redditività, e, dopo l'acquisizione, a differenza di quanto registrato nel resto d'Europa, hanno subito un peggioramento della produttività media e un impatto limitato sugli *intangible assets* (con l'eccezione del Portogallo).

Al pari delle evidenze empiriche prodotte dalla ricerca, i risultati del presente studio non sono di chiaro segno: da un lato, essi paiono rispecchiare le conclusioni prevalenti degli studi empirici di Economia Industriale, secondo i quali le fusioni hanno effetti per lo più negativi per la redditività delle imprese; dall'altro lato, essi segnalano che le imprese che hanno effettuato acquisizioni societarie non si trovavano in condizioni di particolare difficoltà, se non in termini di efficienza produttiva, e che la produttività è generalmente migliorata dopo l'operazione.

Quanto ai dati sugli *intangible assets*, poi, essi assumono un significato autonomo. Essi paiono confermare che uno degli obiettivi delle imprese nell'intraprendere una fusione è quello di sfruttare

complementarietà o sinergie nelle attività “invisibili”. Ciò pare plausibile: in un mercato che pone ogni giorno nuove sfide, l’innovazione è diventata una condizione irrinunciabile per la sopravvivenza e per la crescita di un’impresa; costruire una strategia di successo basata sull’innovazione, tuttavia, richiede risorse notevoli e capacità che spesso è difficile sviluppare all’interno. Da qui, la nascita di una sorta di “mercato per la tecnologia” (Arora *et al.*, 2001), al quale le imprese si affacciano per accedere alle conoscenze tecnologiche esterne, mediante, innanzitutto, la conclusione di operazioni di M&A. Gli studi recenti, guardando anche alla dimensione aziendale, parlano di una “soglia innovativa” (si vedano ad es. Geroski *et al.*, 2001; Cefis ed Orsenigo, 2001; Cefis, 2003), vincolante soprattutto per le imprese piccole e medie, dovuta ai costi irrecuperabili (*sunk costs*) degli investimenti in R&S che l’impresa deve sostenere per sviluppare nuove competenze, capacità e *routine* e per investire in nuovo personale (si vedano ad es. Kamien e Schwartz, 1982, Syrnonidis, 1996, Cohen e Levin, 1989); i risultati mostrano inoltre (sezione 5) che a guidare il processo di riallocazione della proprietà d’impresa sono proprio le imprese maggiori.

Il presente studio è in parte limitato sia dal punto di vista della lunghezza temporale del periodo analizzato, sia dal punto di vista del numero di imprese oggetto d’analisi; i risultati ottenuti nei diversi tipi di confronto non sono sempre solidi ed inequivocabili, né sono supportati da test di significatività statistica. La numerosità campionaria, poi, varia al variare del tipo di analisi, ed essa è più ristretta nell’analisi degli effetti delle M&A dopo due anni dall’operazione, a causa della mancanza per molte imprese dei dati necessari; di conseguenza, le imprese bidder studiate a due anni di distanza dall’acquisizione non sono pienamente rappresentative delle imprese che hanno effettuato M&A negli anni 2006 e 2007.

In ogni caso, sono state toccate non poche delle tante questioni che alimentano ancor oggi il dibattito sul fenomeno delle fusioni ed acquisizioni societarie e si è mostrato che coniugare diverse linee di indagine per le M&A sembra essere una strategia di ricerca promettente per sviluppi futuri.

Bibliografia

- Agrawal A., Jaffe J. (2000), *The Post Merger Performance Puzzle*, in «Advances in Mergers and Acquisitions», n. 1, pp. 119-156.
- Amihud Y., Lev B. (1981), *Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers*, in «Bell Journal of Economics», vol. 12, n. 2, pp. 605-617, Autumn.
- Arora A., Fosfuri A. e Gambardella A. (2001), *Markets for Technology: Economics of Innovation and Corporate Strategy*, Cambridge, MA, MIT Press.
- Benfratello L. (2001), *Determinanti ed effetti delle fusioni ed acquisizioni: un'analisi sulla base delle notifiche alle autorità antitrust*, in «L'Industria», vol. XXII, n. 3, pp. 469-500.
- Blair M. M. (1995), *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, cap. 6, Washington D.C., Brookings Institution.
- Brealey R. A., Myers S. C. (2003), *Principi di finanza aziendale*, edizione italiana a cura di S. Sandri, Milano, McGraw-Hill.
- Breschi S., Malerba F. ed Orsenigo L. (2000), *Technological Regimes and Schumpeterian Patterns of Innovation*, in «The Economic Journal», n. 110, pp. 388-410.
- Cartwright S., Schoenberg R. (2006), *Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities*, in «British Journal of Management», vol. 17, pp. S1-S5.
- Caves R. (1989), *Mergers, take-overs and economic efficiency*, in «International Journal of Industrial Organization», vol. 7, n. 1, pp. 151-174, March.
- Cefis E. (2003), *Is there any persistence in innovative activities?*, in «International Journal of Industrial Organization», vol. 21, n. 4, pp. 489-515.
- Cefis E., Orsenigo L. (2001), *The Persistence of Innovative Activities. A Cross-Countries and Cross-Sectors Comparative Analysis*, in «Research Policy», vol. 30, n. 7, pp. 1139-1158.
- Cesaroni F., Gambardella A., Garcia-Fontes A. e Mariani M. (2004), *The Chemical Sectoral System: Firms, Markets, Institutions and the Process of Knowledge Creation and Diffusion*, in Malerba F. (ed.) (2004), 121-154.
- Cohen W.M., Levin R.C. (1989), *Empirical studies of innovation and market structure*, in Schmalensee R., Willig R. D. (Eds.), *Handbook of Industrial Organization*, vol. II, Amsterdam, Elsevier Science Publisher B.V.
- Damiani M., Pompei F. (2008), *The market for corporate control: do countries and technological regimes matter?*, in «Quaderni del Dipartimento di Economia Finanza e Statistica», e in corso di pubblicazione in «International Review of Applied Economics», 2011, vol. 25.
- Fridolfsson S.-O., Stennek J. (2005), *Why Mergers Reduce Profits And Raise Share Prices—A Theory Of Preemptive Mergers*, in «Journal of the European Economic Association», vol. 3, n. 5, pp. 1083-1104.
- Geroski, P., Gugler K. P. (2001), *Corporate Growth Convergence in Europe*, in «CEPR Discussion Papers», n. 2838.
- Goergen, M., Renneboog L. (2003), *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids*, in «EIFC - Technology and Finance Working Papers», n. 20, United Nations University, Institute for New Technologies.

- Gort M., Klepper S. (1982), Time Paths in the Diffusion of Product Innovations, in «The Economic Journal», n. 92, pp. 630-653, September.
- Hall P. A., Soskice D. (eds.) (2001), Varieties of Capitalism, Oxford, Oxford University Press.
- Jensen M. (1986), Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers, in «The American Economic Review», vol. 76, n. 2, pp. 323-329, May.
- Kamien M.I., Schwartz N.L. (1982), Market Structure and Innovation, Cambridge, Cambridge, MA, University Press.
- Klepper S. (1996), Entry, Exit, Growth and Innovation Over the Product Life Cycle, in «American Economic Review», n. 86, pp. 562-583.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. e Vishny R. (2000), Investor Protection and Corporate Governance, in «Journal of Financial Economics», vol. 58, issues 1-2, 2000, pp. 3-27.
- Lev B. (2003), Intangibles. Gestione, valutazione e reporting delle risorse intangibili delle aziende, Milano, ETAS.
- Malerba F. (2004), Sectoral Systems of Innovation, Cambridge, MA, Cambridge University Press.
- Malerba F., Orsenigo L. (1996), Schumpeterian Patterns of Innovation are Technology Specific, in «Research Policy», vol. 25, n. 3, pp. 451-478.
- Malerba F., Orsenigo L. (1997), *Technological regimes and sectoral pattern of innovative activities*, in «Industrial and Corporate Change», vol. 6, n. 1, pp. 83-117.
- Manne H. G. (1965), *Mergers and the Market for Corporate Control*, in «Journal of Political Economy», n. 73, pp. 110-120.
- Martynova M., Renneboog L. (2006), *Mergers and Acquisitions in Europe*, in Renneboog L., *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, Amsterdam, Elsevier, cap. 2, pp. 15-76.
- Mayer T., Ottaviano G. I. P. (2007), *The Happy Few. The Internationalisation of European Firms*, Bruxelles, Bruegel.
- Mueller D. (1996), *Antimerger policy in the United States: history and lessons*, in «Empirica», vol. 23, n. 3, pp. 229-253.
- Roll R. (1986), *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeover*, in «Journal of Business», vol. 59, pp.197-216.
- Rossi S., Volpin P. (2003), *Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions*, in «Discussion Paper», n. 3889, Centre for Economic Policy Research.
- Schmoch U., Laville F., Patel P. e Frietsch R. (2003), *Linking Technology Areas to Industrial Sectors. Final Report to the European Commission, DG Research*, Karlsruhe, Parigi, Brighton.
- Schumpeter J. A. (1934), The theory of economic development, Cambridge, MA, Harvard Economic Studies.
- Schumpeter J. A. (1942), Capitalism, socialism and democracy, New York, Harper.
- Stennek J. (2006), *A new perspective on mergers and acquisitions: evidence explained, policies prescribed*, in «CESifo Forum», n. 1, pp. 3-8.
- Syrneonidis G. (1996), *Innovation, firm size and market structure: schumpeterian hypotheses and some new themes*, in «OECD Economic Studies», n. 27.

¹ D'ora in avanti nel corso dello studio le espressioni "fusione", "acquisizione", "fusioni ed acquisizioni" ed "M&A" saranno utilizzate alternativamente come sinonimi, nonostante nella realtà tra l'operazione di fusione e quella di acquisizione esistano differenze di rilievo economico, giuridico e fiscale.

² Non è stata inclusa, per chiare ragioni politico-economiche, la Svizzera.

³ A seconda del tipo di fusioni realizzate, l'aumento del potere di mercato può aversi per la riduzione del numero dei competitori (fusioni orizzontali – Williamson, 1968), per un più sicuro approvvigionamento di prodotti intermedi (fusioni verticali – Comanor, 1967), o per la diversificazione del portafoglio delle proprie attività (fusioni conglomerali). Efficienze di costo, invece, possono essere associate a economie di scala o alla riduzione di costi di transazione (Williamson, 1975). Inoltre, e soprattutto in operazioni conglomerali, possono essere ottenute economie di varietà (Bruner, 2004; Ravenscraft e Sherer, 1987).

⁴ Si può avere anche il fenomeno del *multimarket contact*, studiato da Scott (1989). Esso si presenta quando un'impresa fronteggia gli stessi rivali in più mercati; quindi, è una situazione che può aversi come effetto di un'acquisizione societaria. L'impresa ha la possibilità di rispondere alle azioni o agli attacchi del rivale non solo nel mercato in cui è attaccata, ma anche negli altri mercati dove entrambe competono. Di conseguenza, i competitori *multimarket* tendono ad evitare di attaccare in un mercato per paura di rappsaglia in altri mercati, e ne discende una benefica riduzione dell'intensità della competizione.

Con i *takeover*, infine, si possono raggiungere anche sinergie finanziarie: a titolo esemplificativo e non esaustivo, una maggiore stabilità dei flussi di cassa, una ridotta probabilità di bancarotta (Lewellen, 1971; Higgins e Schall, 1975), l'accesso a capitale a costi più bassi.

⁵ Anche per le verifiche empiriche degli effetti di fusioni ed acquisizioni in termini di benefici per le imprese coinvolte, le linee di ricerca principali sono tre, e le conclusioni raggiunte sono discordanti.

Un primo approccio di studio è proprio della letteratura finanziaria ed esamina l'effetto che la fusione produce sugli *stockholders* delle imprese bidder e target, analizzando la reazione del mercato azionario all'evento, considerando "finestre" temporali appropriate per il prima e il dopo (si vedano ad. es. Jensen e Ruback, 1983 e Jarrell, Brickley e Netter, 1988).

Un secondo orientamento (*Industrial Organization*) – seguito per esempio da Benfratello (2001) e, sulla sua scia, nel presente lavoro – consiste nell'esaminare i dati di bilancio delle imprese prima e dopo un'acquisizione per cogliere se e quali cambiamenti possano essere associati all'operazione. Al di là degli indicatori prescelti (come margine di profitto, indici reali o finanziari), questi studi cercano di controllare i risultati comparandoli con le medie relative ad ogni industria, con i dati di gruppi di controllo o con stime di cosa sarebbe accaduto in assenza dell'acquisizione (si vedano ad es. Caves, 1989 e Mueller, 1996).

Un'ultima tecnica, poi, consente di studiare gli effetti delle fusioni misurando i prezzi, gli output, la qualità dei prodotti o l'intensità delle spese in ricerca e sviluppo nel tempo per operazioni individuali.

Va notato, per completezza, che gli studiosi non si sono occupati soltanto di verificare il bilancio delle M&A in termini di benefici per le imprese coinvolte. Numerosi studi si preoccupano, infatti, di misurare gli effetti anticompetitivi di fusioni ed acquisizioni e a tal fine ricorrono, in primo luogo, alle informazioni raccolte dalle Autorità antitrust operanti nei paesi oggetto di analisi.

⁶ Per riscontri di senso contrario, si veda, tuttavia, per esempio, il lavoro di Cosh, Hughes e Singh (1980), che registra *performance* positive delle imprese coinvolte in operazioni di fusione.

⁷ Schumpeter ha descritto i due pattern in altrettante opere di grande interesse: rispettivamente, in *Teoria dello sviluppo economico* del 1912 e in *Capitale, socialismo e democrazia* del 1942.

⁸ I principali sviluppi nello studio dei pattern innovativi si sono avuti solo recentemente, grazie a Malerba ed Orsenigo (1996). I due studiosi hanno fatto ricorso a dati relativi ai brevetti industriali ed hanno calcolato quattro variabili cruciali per catturare alcune delle proprietà essenziali dei due modelli schumpeteriani (la concentrazione delle attività innovative, la dimensione delle imprese innovative, la stabilità nella gerarchia degli innovatori e la rilevanza dei nuovi innovatori). Essi hanno identificato due gruppi principali di classi tecnologiche che assomigliano strettamente ai pattern SMI ed SMII, di modo che i modelli schumpeteriani sono risultati confermati nella realtà e caratterizzati da determinate relazioni tra gli aspetti indagati. La omogeneità degli indicatori tra paesi per le stesse classi tecnologiche ha permesso di sostenere che tra le determinanti degli specifici pattern di innovazione nelle varie classi tecnologiche fossero operativi non tanto fattori di tipo istituzionale, quanto piuttosto fattori tecnologici e connessi alla natura della tecnologia rilevante (Breschi *et al.*, 2000).

⁹ I paesi studiati coincidono, senza esaurirli, con quelli oggetto della presente analisi: Danimarca, Francia, Finlandia, Germania, Italia, Norvegia, Regno Unito e Svezia.

¹⁰ E' importante considerare, tuttavia, le opportune variabili di contesto temporale. La ricerca ha prodotto, infatti, risultati apparentemente configgenti con quanto dichiarato, nel senso che anche in settori tradizionalmente SMII, come quello della chimica, emerge in passato un abbondante ricorso ad operazioni di fusione ed acquisizione. A ben vedere, però, questo non è avvenuto in periodi di espansione delle opportunità di innovazione del prodotto in quel settore bensì in periodi di contrazione delle stesse, il che fa salva la validità dell'ipotesi generale (Cesaroni *et al.* 2004).

¹¹ La limitazione dell'intervallo temporale è dovuta alla possibilità di accesso ai dati in Amadeus (2006-2009), oltre che all'obiettivo di aggiornare all'ultimo periodo analisi precedenti già presenti in letteratura. L'obiettivo di indagare sulle determinanti e sugli effetti delle fusioni ed acquisizioni rende necessario disporre di dati contabili relativi ad almeno 1 anno precedente e ad almeno 1 anno successivo all'operazione, per cui si è dovuta limitare l'analisi alle imprese acquirenti negli anni 2006 e 2007.

¹² Per operazioni di fusione ed acquisizione si sono considerate tutte le transazioni che hanno comportato un cambiamento effettivo nel controllo dell'impresa target, senza distinzione tra acquisizioni complete, mediante l'acquisto di quote di maggioranza o di minoranza. Nessuna selezione è stata operata con riferimento al tipo di proprietà dell'impresa (pubblica o privata), né con riferimento al fatto che sia quotata o meno. Non sono stati esclusi nemmeno i casi in cui ad acquisire il controllo dell'impresa target risulti un'impresa sussidiaria di quella bidder e quindi questa lo sia solo indirettamente.

¹³ Secondo quanto riportato in Martynova e Renneboog (2006), questi paesi hanno rappresentato tra il 1993 ed il 2001 la sede della quasi totalità (il 92,7%) delle imprese acquirenti di tutta Europa (compresa la Russia). Va specificato, tuttavia, che i due autori non considerano le acquisizioni con target extra-europee.

¹⁴ Va notato che, visto che molto spesso le imprese svolgono attività diversificate e non sempre nello stesso regime tecnologico, nell'attribuirle ad uno o ad un altro settore si fa ricorso a quello che coglie la natura del suo *business* principale.

¹⁵ I codici NACE Rev. 1.1 sono stati stabiliti mediante Regolamento comunitario con lo scopo di definire «una classificazione statistica comune delle attività economiche nella Comunità europea, che garantisca la comparabilità tra classificazioni nazionali e comunitarie e, pertanto, tra statistiche nazionali e comunitarie» (Regolamento del Consiglio n. 3037/90 del 9 ottobre 1990). A partire dal 1° gennaio 2008, poi, è entrato in vigore un nuovo Regolamento, il n. 1893/2006 del Parlamento Europeo e del Consiglio, che ha sostituito alla NACE Rev. 1.1 la NACE Rev. 2.

¹⁶ La classificazione ATECO 2002, predisposta dall'Istat, è la versione nazionale della classificazione NACE Rev. 1.1 definita in ambito europeo ed approvata col Regolamento della Commissione europea n. 29/2002. Ha come obiettivo principale quello di tenere conto delle specificità della struttura produttiva italiana ma è risultata utile anche i nostri fini di comparazione europea.

¹⁷ Una possibile fonte di distorsione è data dalla scelta di aver attribuito ad una classe dimensionale le imprese bidder e quelle di controllo sulla base del fatturato nell'ultimo anno disponibile. Tuttavia – come fa notare Benfratello (2001) –, si tratta di una distorsione ragionevolmente di modesto ammontare.

¹⁸ Con tale scelta si vuole percorrere, se pure brevemente, il sentiero tracciato dagli studi sull'eterogeneità delle imprese; ne costituisce esempio – con riferimento al commercio internazionale – Mayer e Ottaviano (2007). Si noti che nel nostro caso, ed a differenza di altri studi, misura della dimensione aziendale non è il numero degli addetti quanto piuttosto il fatturato, e quindi una misura non reale ma finanziaria. Consapevoli delle distorsioni che ne possono derivare, si può affermare con altrettanta certezza che queste non possono che essere limitate, visto che un'impresa con pochi addetti difficilmente potrà raggiungere livelli di fatturato simili a quelli di un'impresa maggiore.

¹⁹ Il totale delle imprese non coincide semplicemente con la somma tra imprese bidder ed imprese di controllo in ciascuno dei Paesi considerati, ma la contiene. I *peer industry* usati per costruire il campione di controllo, infatti, per quanto sappiano essere rappresentativi dell'industria interessata, non sono sempre così grandi da includere tutte le imprese operanti nell'industria medesima.

²⁰ La Tabella di concordanza tra settori e regimi tecnologici è stata dedotta indirettamente. Prima, sono stati associati i settori NACE Rev. 1.1 e le classi tecnologiche. La fonte alla base delle scelte è il report del novembre 2003 “Linking Technology Areas to Industrial Sectors”, frutto di un progetto di ricerca europeo realizzato su input della Direzione Generale Ricerca della Commissione europea. In un secondo momento, poi, le classi tecnologiche (e quindi i settori NACE) sono state classificate in regimi tecnologici, in base al paper di Malerba ed Orsenigo (1996).

²¹ In tre paesi, le imprese acquirenti di cui si hanno i dati di bilancio appartengono ad uno solo dei due regimi considerati: in Austria esse appartengono al regime SMII, in Portogallo e in Irlanda al regime SMI. Le imprese bidder austriache ed irlandesi delle quali sono disponibili i dati operano tutte, rispettivamente, in settori SMII e SMI. In Portogallo, invece, due sole delle quattro imprese acquirenti esaminate in totale rientrano nei settori SMI; due operano nei settori “altri”, e per questo non sono studiate.

²² Tecnicamente, esso è costruito sommando i *peer industry* elaborati da Amadeus, riferiti ad una impresa, assunta come rappresentativa, per ogni paese, per ciascun settore e per ciascuna classe dimensionale. Complessivamente, le imprese di controllo sono 2.322, non ripartite equamente tra paesi, settori e classi dimensionali proprio a causa del procedimento seguito.

²³ Nel presente lavoro si è deciso di normalizzare gli indici delle imprese acquirenti con la media degli indici di un numero variabile di imprese di controllo – quelle automaticamente considerate da Amadeus nella costruzione dei *peer industry* – al fine di avere un valore più vicino alla media di settore. In Benfratello (2001), invece, si è considerata la media degli indici di una coppia di imprese di controllo.

Per il valore aggiunto per dipendente, il profitto per dipendente, gli *intangible assets* per dipendente e gli *intangible assets* su capitale investito si è resa necessaria una diversa normalizzazione, visto che si tratta di indici espressi in valore monetario: si è divisa la differenza tra gli indici delle imprese acquirenti e la media di quelli delle imprese di controllo per il valore medio degli indici delle imprese di controllo, esprimendo in tal modo anche queste variabili in termini percentuali ed evitando di deflazionare i dati. Dai valori così ricavati si è poi calcolata la media per ogni paese.

²⁴ La numerosità delle variabili varia di anno in anno, grazie all'utilizzo di un campione aperto. Non per tutte le imprese bidder sono presenti gli stessi dati, pur essendo disponibile il bilancio, e a volte non sono disponibili le variabili necessarie per la costruzione degli indici esaminati. I tassi di variazione della produttività e dell'attivo netto, inoltre, necessitano di due bilanci contigui per essere calcolati, sono in numero ancora minore, e si spingono non oltre il secondo anno precedente l'acquisizione. Gli altri indici, invece, sono disponibili, in genere, anche per il terzo anno precedente l'operazione.

²⁵ Le imprese per le quali sono disponibili sia i dati dell'anno “-1” che quelli dell'anno “+1” sono molte e corrispondono quasi sempre alla totalità circa delle imprese acquirenti per le quali sono disponibili le variabili per i 3 anni precedenti l'acquisizione. I dati relativi all'anno “+2”, invece, sono molto più limitati, ed hanno determinato ovunque una forte contrazione della numerosità campionaria rispetto a quella alla base dell'analisi degli effetti nell'anno “+1”; la rappresentatività dei risultati corrispondenti, per questi motivi, è piuttosto compromessa, ma non ne risulta affatto pregiudicata la capacità di contribuire all'interpretazione e finanche all'arricchimento del quadro analitico complessivo.

²⁶ Sappiamo che fattori istituzionali e variabili geografiche rilevano ai fini della strutturazione dei pattern di attività innovative nei vari settori (Malerba ed Orsenigo, 1996), e quest'ultimo dato potrebbe esserne un'ulteriore riprova.

²⁷ Va notato che due settori (elettrica, elettronica ed ottica; meccanica) includono attività con traiettorie tecnologiche riconducibili in parte al regime SMI ed in parte al regime SMII. Nel settore della meccanica

non si colgono differenze d'incidenza significative tra la componente SMI e quella SMII; nel settore elettrico, al contrario, l'incidenza è quasi raddoppiata laddove il pattern di attività innovative è del tipo SMII. Sembra un'ulteriore smentita dell'ipotesi principale, secondo la quale la frequenza delle fusioni avrebbe dovuto distinguersi in positivo in presenza di regime SMI.

²⁸ A livello aggregato queste peculiarità hanno consentito a Malerba ed Orsenigo, almeno allora, di identificare paesi tipicamente SMII, come la Germania, ed altri tipicamente SMI, quale l'Italia.

²⁹ Margine EBIT e ROI sono indicatori che tengono conto, entrambi, della sola gestione caratteristica dell'impresa, ma il primo ne coglie l'incidenza sul fatturato, il secondo la capacità di produrre reddito. Il primo rapporta il profitto operativo al fatturato, il secondo esprime quanto ha reso un euro di capitale investito dall'impresa nell'esercizio considerato nell'ambito del suo *core business*. Il reddito operativo delle imprese acquirenti potrebbe incidere sul fatturato aziendale dello stesso periodo più di quanto non avvenga per le imprese di controllo, ed addirittura in misura crescente, ma essere contemporaneamente inferiore o in diminuzione sul totale del capitale investito. L'andamento di fatturato ed investimenti non deve necessariamente essere dello stesso tipo, e nemmeno quello del margine EBIT e del ROI.

³⁰ L'assenza di una correlazione specifica tra M&A e profitto aziendale appare comprensibile: l'acquisizione societaria potrebbe essere la via esterna per superare livelli di profitto non soddisfacenti, ma potrebbero darsi situazioni diverse. Ad esempio, un'impresa assai profittevole potrebbe acquisirne un'altra per crescere di più, probabilmente anche per l'assenza di alternative interne accettabili; oppure, tale impresa potrebbe cercare di approfittare della sua solidità per tentare di acquisire il controllo di imprese redditizie o concorrenti.

³¹ Per Danimarca e per Norvegia non è stato possibile ricavare informazioni sugli indici di *leverage*.

³² Purtroppo non si è potuto studiare la produttività delle imprese bidder di Austria, Danimarca, Grecia ed Irlanda per mancanza dei dati necessari.

³³ A partire dagli ultimi decenni del ventesimo secolo si è verificato un interessante cambiamento di tipo strutturale nelle funzioni di produzione aziendali rispetto a quali *assets* creano principalmente valore e crescita. Mentre prima il *business* dipendeva prevalentemente dagli *assets* tangibili, sia fisici che finanziari, ora la produzione di beni e servizi appare dipendere sempre più dalle risorse cosiddette "invisibili". Ne è prova, tra le prime, un'indagine compiuta da Margaret Blair della Brookings Institution (1995), corroborata da successive conferme empiriche (Lev, 2003). I risultati della Blair indicano che già nel 1992 il rapporto tra il patrimonio tangibile delle società industriali (costituito da proprietà immobiliari, stabilimenti ed attrezzature) e il loro valore complessivo di mercato era precipitato al 37,9%, a fronte del 62,3 % di dieci anni prima.

³⁴ Attenzione: considerare le imprese osservate nel secondo anno sufficientemente rappresentative di tutte quelle che hanno intrapreso attività di M&A nello stesso paese e nello stesso settore è un'ipotesi non verificabile né valida in assoluto.

**QUADERNI DEL DIPARTIMENTO DI ECONOMIA, FINANZA E
STATISTICA**

Università degli Studi di Perugia

1	Gennaio 2005	Giuseppe CALZONI Valentina BACCHETTINI	Il concetto di competitività tra approccio classico e teorie evolutive. Caratteristiche e aspetti della sua determinazione
2	Marzo 2005	Fabrizio LUCIANI Marilena MIRONIUC	Ambiental policies in Romania. Tendencies and perspectives
3	Aprile 2005	Mirella DAMIANI	Costi di agenzia e diritti di proprietà: una premessa al problema del governo societario
4	Aprile 2005	Mirella DAMIANI	Proprietà, accesso e controllo: nuovi sviluppi nella teoria dell'impresa ed implicazioni di corporate governance
5	Aprile 2005	Marcello SIGNORELLI	Employment and policies in Europe: a regional perspective
6	Maggio 2005	Cristiano PERUGINI Paolo POLINORI Marcello SIGNORELLI	An empirical analysis of employment and growth dynamics in the italian and polish regions
7	Maggio 2005	Cristiano PERUGINI Marcello SIGNORELLI	Employment differences, convergences and similarities in italian provinces
8	Maggio 2005	Marcello SIGNORELLI	Growth and employment: comparative performance, convergences and co-movements
9	Maggio 2005	Flavio ANGELINI Stefano HERZEL	Implied volatilities of caps: a gaussian approach
10	Giugno 2005	Slawomir BUKOWSKI	EMU – Fiscal challenges: conclusions for the new EU members
11	Giugno 2005	Luca PIERONI Matteo RICCIARELLI	Modelling dynamic storage function in commodity markets: theory and evidence
12	Giugno 2005	Luca PIERONI Fabrizio POMPEI	Innovations and labour market institutions: an empirical analysis of the Italian case in the middle 90's
13	Giugno 2005	David ARISTEI Luca PIERONI	Estimating the role of government expenditure in long-run consumption
14	Giugno 2005	Luca PIERONI Fabrizio POMPEI	Investimenti diretti esteri e innovazione in Umbria
15	Giugno 2005	Carlo Andrea BOLLINO Paolo POLINORI	Il valore aggiunto su scala comunale: la Regione Umbria 2001-2003
16	Giugno 2005	Carlo Andrea BOLLINO Paolo POLINORI	Gli incentivi agli investimenti: un'analisi dell'efficienza industriale su scala geografica regionale e sub regionale

17	Giugno 2005	Antonella FINIZIA Riccardo MAGNANI Federico PERALI Paolo POLINORI Cristina SALVIONI	Construction and simulation of the general economic equilibrium model Meg-Ismea for the Italian economy
18	Agosto 2005	Elżbieta KOMOSA	Problems of financing small and medium-sized enterprises. Selected methods of financing innovative ventures
19	Settembre 2005	Barbara MROCZKOWSKA	Regional policy of supporting small and medium-sized businesses
20	Ottobre 2005	Luca SCRUCCA	Clustering multivariate spatial data based on local measures of spatial autocorrelation
21	Febbraio 2006	Marco BOCCACCIO	Crisi del welfare e nuove proposte: il caso dell'unconditional basic income
22	Settembre 2006	Mirko ABBRITTI Andrea BOITANI Mirella DAMIANI	Unemployment, inflation and monetary policy in a dynamic New Keynesian model with hiring costs
23	Settembre 2006	Luca SCRUCCA	Subset selection in dimension reduction methods
24	Ottobre 2006	Sławomir I. BUKOWSKI	The Maastricht convergence criteria and economic growth in the EMU
25	Ottobre 2006	Jan L. BEDNARCZYK	The concept of neutral inflation and its application to the EU economic growth analyses
26	Dicembre 2006	Fabrizio LUCIANI	Sinossi dell'approccio teorico alle problematiche ambientali in campo agricolo e naturalistico; il progetto di ricerca nazionale F.I.S.R. – M.I.C.E.N.A.
27	Dicembre 2006	Elvira LUSSANA	Mediterraneo: una storia incompleta
28	Marzo 2007	Luca PIERONI Fabrizio POMPEI	Evaluating innovation and labour market relationships: the case of Italy
29	Marzo 2007	David ARISTEI Luca PIERONI	A double-hurdle approach to modelling tobacco consumption in Italy
30	Aprile 2007	David ARISTEI Federico PERALI Luca PIERONI	Cohort, age and time effects in alcohol consumption by Italian households: a double-hurdle approach
31	Luglio 2007	Roberto BASILE	Productivity polarization across regions in Europe
32	Luglio 2007	Roberto BASILE Davide CASTELLANI Antonello ZANFEI	Location choices of multinational firms in Europe: the role of EU cohesion policy
33	Agosto 2007	Flavio ANGELINI Stefano HERZEL	Measuring the error of dynamic hedging: a Laplace transform approach

34	Agosto 2007	Stefano HERZEL Cătălin STĂRICĂ Thomas NORD	The IGARCH effect: consequences on volatility forecasting and option trading
35	Agosto 2007	Flavio ANGELINI Stefano HERZEL	Explicit formulas for the minimal variance hedging strategy in a martingale case
36	Agosto 2007	Giovanni BIGAZZI	The role of agriculture in the development of the people's Republic of China
37	Settembre 2007	Enrico MARELLI Marcello SIGNORELLI	Institutional change, regional features and aggregate performance in eight EU's transition countries
38	Ottobre 2007	Paolo NATICCHIONI Andrea RICCI Emiliano RUSTICHELLI	Wage structure, inequality and skill-biased change: is Italy an outlier?
39	Novembre 2007	The International Study Group on Exports and Productivity	Exports and productivity. Comparable evidence for 14 countries
40	Dicembre 2007	Gaetano MARTINO Paolo POLINORI	Contracting food safety strategies in hybrid governance structures
41	Dicembre 2007	Floro Ernesto CAROLEO Francesco PASTORE	The youth experience gap: explaining differences across EU countries
42	Gennaio 2008	Melisso BOSCHI Luca PIERONI	Aluminium market and the macroeconomy
43	Febbraio 2008	Flavio ANGELINI Marco NICOLOSI	Hedging error in Lévy models with a fast Fourier Transform approach
44	Febbraio 2008	Luca PIERONI Giorgio d'AGOSTINO Marco LORUSSO	Can we declare military Keynesianism dead?
45	Febbraio 2008	Pierluigi GRASSELLI Cristina MONTESI Paola IANNONE	Mediterranean models of Welfare towards families and women
46	Marzo 2008	Mirella DAMIANI Fabrizio POMPEI	Mergers, acquisitions and technological regimes: the European experience over the period 2002-2005
47	Marzo 2008	Bruno BRACALENTE Cristiano PERUGINI	The Components of Regional Disparities in Europe
48	Marzo 2008	Cristiano PERUGINI Fabrizio POMPEI Marcello SIGNORELLI	FDI, R&D and Human Capital in Central and Eastern European Countries
49	Marzo 2008	Cristiano PERUGINI	Employment and Unemployment in the Italian Provinces
50	Marzo 2008	Sławomir I. BUKOWSKI	On the road to the euro zone. Currency rate stabilization: experiences of the selected EU countries
51	Aprile 2008	Bruno BRACALENTE Cristiano PERUGINI Fabrizio POMPEI	Homogeneous, Urban Heterogeneous, or both? External Economies and Regional Manufacturing Productivity in Europe

52	Aprile 2008	Gaetano MARTINO Cristiano PERUGINI	Income inequality within European regions: determinants and effects on growth
53	Aprile 2008	Jan L. BEDNARCZYK	Controversy over the interest rate theory and policy. Classical approach to interest rate and its continuations
54	Aprile 2008	Bruno BRACALENTE Cristiano PERUGINI	Factor decomposition of cross-country income inequality with interaction effects
55	Aprile 2008	Cristiano PERUGINI	Employment Intensity of Growth in Italy. A Note Using Regional Data
56	Aprile 2008	Cristiano PERUGINI Fabrizio POMPEI	Technological Change, Labour Demand and Income Distribution in European Union Countries
57	Aprile 2008	Simona BIGERNA Paolo POLINORI	L'analisi delle determinanti della domanda di trasporto pubblico nella città di Perugia
58	Maggio 2008	Simona BIGERNA Paolo POLINORI	The willingness to pay for Renewable Energy Sources (RES): the case of Italy with different survey approaches and under different EU "climate vision". First results
59	Giugno 2008	Simona BIGERNA Paolo POLINORI	Ambiente operativo ed efficienza nel settore del Trasporto Pubblico Locale in Italia
60	Ottobre 2008	Pierluigi GRASSELLI Cristina MONTESI Roberto VIRDI	L'interpretazione dello spirito del dono
61	Novembre 2008	Antonio BOGGIA Fabrizio LUCIANI Gianluca MASSEI Luisa PAOLOTTI	L'impatto ambientale ed economico del cambiamento climatico sull'agricoltura
62	Novembre 2008	Elena STANGHELLINI Francesco Claudio STINGO Rosa CAPOBIANCO	On the estimation of a binary response model in a selected population
63	Dicembre 2008	Gianna FIGÀ-TALAMANCA	Limit results for discretely observed stochastic volatility models with leverage effect
64	Maggio 2009	Mirella DAMIANI Andrea RICCI	Factors behind performance-related pay: evidence from Italy
65	Giugno 2009	Alessandra RIGHI Dario SCIULLI	The Timing of the School-to-Permanent Work Transition: a Comparison across Ten European Countries
66	Settembre 2009	Fabrizio LUCIANI	Economia agraria e pianificazione economica territoriale nel Parco nazionale del Sagarmatha (Everest, Nepal)
67	Settembre 2009	Valentina TIECCO	I regimi di protezione dell'impiego

68	Ottobre 2009	Gianna FIGÀ-TALAMANCA	Path properties of simulation schemes for the Heston stochastic volatility model
69	Ottobre 2009	Cristina MONTESI	A comparative analysis of different business ethics in the perspective of the Common Good
70	Ottobre 2009	Luisa FRANZINI Margherita GIANNONI	Determinants of Health Disparities in Italian Regions
71	Novembre 2009	Flavio ANGELINI Stefano HERZEL	Evaluating Discrete Dynamic Strategies in Affine Models
72	Novembre 2009	Giuseppe ARBIA Michele BATTISTI Gianfranco DI VAIO	Institutions and geography: Empirical test of spatial growth models for European regions
73	Gennaio 2010	Mirella DAMIANI Andrea RICCI	Performance-Related Pay, Unions and Productivity in Italy: evidence from quantile regressions
74	Febbraio 2010	Davide CASTELLANI Fabio PIERI	The Effect of Foreign Investments on European Regional Productivity
75	Luglio 2010	Guglielmo M. CAPORALE Davide CIFERRI Alessandro GIRARDI	Time-varying spot and futures oil price dynamics
76	Settembre 2010	Mirella DAMIANI	Labour regulation, corporate governance and varieties of capitalism
77	Settembre 2010	Dario SCIULLI Marcello SIGNORELLI	University-to-work transitions: the case of Perugia
78	Ottobre 2010	Olga DEMIDOVA Marcello SIGNORELLI	The Impact of Crises on Youth Unemployment of Russian Regions: An Empirical Analysis
79	Ottobre 2010	Misbah T. CHOUDHRY Enrico MARELLI Marcello SIGNORELLI	The Impact of Financial Crises on Youth Unemployment Rate
80	Novembre 2010	Marco BELLUCCI	Fusioni ed acquisizioni: determinanti ed effetti in un confronto europeo

I QUADERNI DEL DIPARTIMENTO DI ECONOMIA
Università degli Studi di Perugia

1	Dicembre 2002	Luca PIERONI:	Further evidence of dynamic demand systems in three european countries
2	Dicembre 2002	Luca PIERONI Paolo POLINORI:	Il valore economico del paesaggio: un'indagine microeconomica
3	Dicembre 2002	Luca PIERONI Paolo POLINORI:	A note on internal rate of return
4	Marzo 2004	Sara BIAGINI:	A new class of strategies and application to utility maximization for unbounded processes
5	Aprile 2004	Cristiano PERUGINI:	La dipendenza dell'agricoltura italiana dal sostegno pubblico: un'analisi a livello regionale
6	Maggio 2004	Mirella DAMIANI:	Nuova macroeconomia keynesiana e quasi razionalità
7	Maggio 2004	Mauro VISAGGIO:	Dimensione e persistenza degli aggiustamenti fiscali in presenza di debito pubblico elevato
8	Maggio 2004	Mauro VISAGGIO:	Does the growth stability pact provide an adequate and consistent fiscal rule?
9	Giugno 2004	Elisabetta CROCI ANGELINI Francesco FARINA:	Redistribution and labour market institutions in OECD countries
10	Giugno 2004	Marco BOCCACCIO:	Tra regolamentazione settoriale e antitrust: il caso delle telecomunicazioni
11	Giugno 2004	Cristiano PERUGINI Marcello SIGNORELLI:	Labour market performance in central european countries
12	Luglio 2004	Cristiano PERUGINI Marcello SIGNORELLI:	Labour market structure in the italian provinces: a cluster analysis
13	Luglio 2004	Cristiano PERUGINI Marcello SIGNORELLI:	I flussi in entrata nei mercati del lavoro umbri: un'analisi di cluster
14	Ottobre 2004	Cristiano PERUGINI:	Una valutazione a livello microeconomico del sostegno pubblico di breve periodo all'agricoltura. Il caso dell'Umbria attraverso i dati RICA-INEA
15	Novembre 2004	Gaetano MARTINO Cristiano PERUGINI	Economic inequality and rural systems: empirical evidence and interpretative attempts
16	Dicembre 2004	Federico PERALI Paolo POLINORI Cristina SALVIONI Nicola TOMMASI Marcella VERONESI	Bilancio ambientale delle imprese agricole italiane: stima dell'inquinamento effettivo