



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea
magistrale
in Economia e finanza

Tesi di Laurea

Operazioni M&A e performance operativa: l'impatto sulle imprese acquirenti italiane

Relatore

Ch. Prof. Stefano Colonnello

Laureando

Gianluca Cinquepalmi
Matricola 886226

Anno Accademico

2024 / 2025

Abstract

Il presente elaborato verte sul fenomeno delle operazioni di fusione e acquisizione (M&A) tra imprese non finanziarie, considerando come queste strategie possano rappresentare un'opportunità di generazione di valore nella prospettiva delle società acquirenti e, in particolare, come riescano ad influenzare le performance operative delle medesime. L'analisi si è concentrata su un campione di operazioni M&A avvenute tra il 2017 e il 2020 in Italia, procedendo allo sviluppo di un approccio quantitativo tramite regressioni di tipo dinamico e statico che hanno permesso di isolare l'effetto dell'evento M&A sulla performance operativa di breve termine. Le conclusioni delle analisi condotte indicano che l'attivazione di questa strategia produce effetti negativi sulla redditività operativa nel breve periodo, allineandosi con le teorie accademiche dell'economia industriale. Al tempo stesso, risultano idonee ad offrire ulteriori spunti preziosi per i manager delle società italiane che, nella pratica, sono chiamati a valutare se propendere o meno per l'attivazione di questa strategia di finanza straordinaria.

Indice

Introduzione.....	
Capitolo I Tipologie, dinamiche e valutazione nelle operazioni di M&A	1
1.1 Categorie di acquisizioni e fusioni	1
1.2 M&A di società quotate.....	3
1.3 Il processo di M&A e la determinazione del prezzo finale	5
Capitolo II Motivi alla base delle operazioni M&A.....	9
2.1 La creazione di sinergie.....	12
2.2 Il valore del controllo	14
2.3 Hubris Hypothesis	15
Capitolo III Il mercato M&A in Italia	19
Capitolo IV Letteratura sulla valutazione delle performance post-M&A	27
4.1 Gli studi finanziari.....	27
4.2 Gli studi dell'organizzazione industriale.....	32
4.3 Gli studi comportamento-organizzativi e l'importanza del processo di integrazione	36
Capitolo V Il campione di analisi.....	43
5.1 Scopo dell'analisi e raccolta dei dati	43
5.2 Scelta e costruzione del modello	48
5.3 Analisi descrittiva e test di significatività	50
5.3.1 <i>Statistiche descrittive</i>	50
5.3.2 <i>Test di significatività</i>	55
Capitolo VI Il modello econometrico	59
6.1 Le ipotesi del modello	59
6.2 Il modello statico	63
6.2.1 <i>M&A e dimensione aziendale</i>	69
6.2.2 <i>Approccio DiD intra-societario</i>	71
6.3 Mitigazioni delle ipotesi	73
6.3.1 <i>Test tendenze parallele</i>	73
6.3.2 <i>Rimozione del periodo di buffer</i>	77
6.3.3 <i>Livelli di indebitamento e numero di dipendenti</i>	79
Capitolo VII Analisi dinamica.....	93
7.1 Andamento temporale della redditività operativa	93

7.2 Il modello dinamico.....	97
Conclusioni.....	105
Bibliografia.....	107
Appendice.....	110

Introduzione

Si rende necessario iniziare la trattazione definendo cosa si intenda per “operazioni M&A”. Si tratta di operazioni riconducibili all'ambito della cosiddetta “finanza straordinaria”, che comprende un insieme di metodi e strategie che possono essere attivate dalle imprese qualora le ritengano idonee ad apportare benefici sotto molteplici profili aziendali, nel medio e lungo periodo.

Stando alle indicazioni riportate da Patrick A. Gaughan nel suo libro *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (2010) «*Le fusioni e acquisizioni fanno parte della strategia aziendale e riguardano l'acquisto, la vendita, la divisione e la combinazione di diverse società o entità commerciali con l'obiettivo di favorire la loro crescita, competitività e creazione di valore*». (Gaughan 2010)

Viene quindi sottolineata l'attitudine delle operazioni M&A (*Merger & Acquisition*), a essere essenzialmente considerate un mezzo per migliorare la realtà aziendale anziché una semplice operazione finanziaria, inserendosi nell'ambito delle strategie di ristrutturazione aziendale messe in atto per raggiungere obiettivi di medio-lungo termine da un punto di vista economico-finanziario.

La definizione di Gaughan rappresenta indubbiamente uno spunto di partenza per inquadrare il fenomeno delle M&A, ma è da ritenersi non esaustiva poiché non riporta elementi importanti che devono essere presi in considerazione quando si affronta un processo di ristrutturazione aziendale, si pensi ad esempio al controllo, ai rischi e all'importanza del processo di integrazione.

Sarebbe riduttivo dunque attribuire alle operazioni M&A un ruolo di pura opportunità di crescita esterna per le società. Esse si configurano piuttosto come una potente scelta strategica, su cui il top management può puntare al fine di rafforzare la competitività aziendale nonché l'intera struttura amministrativo-finanziaria.

Infatti, il processo M&A può potenzialmente accelerare la crescita dell'impresa, richiedendo altresì un certo grado di consapevolezza da parte del top management circa le implicazioni del suo utilizzo. Le operazioni M&A, dunque, costituiscono uno strumento prezioso per favorire la crescita, la diversificazione e la ristrutturazione delle imprese.

Ad essere interessati allo sviluppo di queste strategie di finanza straordinaria sono una serie di soggetti, definiti stakeholders, che hanno un certo tipo di legame con una delle

parti delle parti coinvolte nell'operazione medesima. Questa categoria comprende, tra gli altri: dipendenti, creditori, fornitori, finanziatori, enti pubblici e advisor del processo M&A.

Tenuto conto della molteplicità delle relazioni che vengono condizionate da eventi M&A, queste transazioni possono toccare cifre economicamente considerevoli, tali da creare o distruggere valore su larga scala.

Nei Capitoli I e II vengono descritte alcune delle principali tematiche legate al fenomeno M&A, che viene nel Capitolo III contestualizzato alle imprese italiane evidenziando quanto sempre di più sia un fenomeno che irrompe nelle società del nostro Paese, muovendo considerevoli cifre d'affari.

Esistono numerosi studi inerenti agli effetti sulle performance aziendali delle società coinvolte in M&A, i principali vengono presentati nel Capitolo IV.

Il Capitolo V rappresenta le fondamenta alla base delle successive analisi econometriche riportate nei Capitoli VI e Capitoli VII, nei quali viene affrontato l'impatto dell'evento M&A sulla performance operativa nel breve periodo delle *bidder companies*, rispettivamente adottando un approccio statico e dinamico.

I modelli presentati in questi due capitoli indicano che questo di operazione non generi conseguenze significativamente positive sulla redditività operative, ed anzi le imprese che aderiscono a questi progetti di crescita subiscono una contrazione reddituale rispetto alle performance osservate negli anni immediatamente precedenti alla conclusione della transazione M&A.

Tuttavia, va sottolineato che nei casi in cui l'operazione di M&A sia stata strutturata per creare sinergie, o anche nel caso di ingresso in nuovi mercati, il processo M&A non si esaurisce con la transazione finanziaria, anzi; da quel momento inizierà una fase di integrazione, che a volte può durare a lungo e non è detto porti a benefici, come descritto nel Capitolo IV.

Stabilire e affermare se due o più aziende si siano effettivamente integrate dopo un paio di anni e la strategia M&A si sia rivelata un successo non è facile da determinare. L'integrazione può richiedere molto tempo, e non è detto che porti i frutti sperati.

Capitolo I Tipologie, dinamiche e valutazione nelle operazioni di M&A

1.1 Categorie di acquisizioni e fusioni

Viene di seguito delineata una panoramica generale sulle operazioni di fusione e acquisizione, fornendo alcune definizioni e classificazioni delle principali categorie.

Nello specifico, viene presentato un approfondimento sulle operazioni M&A, soffermandosi sulle particolarità che contraddistinguono le acquisizioni e le fusioni anche da un punto di vista giuridico.

Sotto il profilo strategico, sia le fusioni che le acquisizioni sono strategie di integrazione e le motivazioni alla base di entrambe possono essere analoghe.

Tuttavia, fusioni e acquisizioni sono due tipi di operazioni che, seppur siano frequentemente esaminate insieme, producono effetti giuridici differenti per le società e gli stakeholders. Il raggruppamento ricorrente del linguaggio nell'abbreviazione "M&A" è oramai divenuto persistente, ma non deve trarre in inganno: "fusione" e "acquisizione" non sono in nessun modo sinonimi; fusioni e acquisizioni si differenziano per le peculiarità proprie che caratterizzano la specifica operazione nonché, soprattutto, per le conseguenze che ne discendono.

Un'acquisizione di un'impresa consiste nel trasferimento di proprietà di un'azienda; si configura come un investimento paragonabile a qualsiasi altra forma di impiego di risorse finanziarie da parte di un soggetto in un'impresa.

La tipologia di possibili acquirenti comprende: altre imprese, manager (che subentrano nella proprietà dell'azienda anche con il supporto di investitori esterni) e investitori finanziari (fondi di venture capital o private equity).

L'analisi condotta nell'elaborato riguarderà principalmente le transazioni effettuate dalla prima categoria di soggetti, ossia le imprese, senza tuttavia sottovalutare le numerose operazioni effettuate da soggetti finanziari negli ultimi decenni, che sempre più spesso acquistano aziende industriali.

Un'acquisizione totale si concretizza quando un soggetto, di seguito denominato società acquirente / *bidder company* / *buyer*, sottoscrive interamente il 100% del capitale di un'impresa, definita *società target*, diventandone il legittimo proprietario sia dal punto di vista economico (lato attivo e passivo del bilancio) che dal punto di vista giuridico, a fronte di un valore riconosciuto, che corrisponde al prezzo di vendita di qualsivoglia compravendita.

Invece, l'acquisizione parziale è una tipologia di acquisizione che comprende tutte le possibili forme di ingresso nel capitale sociale della società target, ad eccezione di quelle che si spingono fino alla sottoscrizione totale del 100% delle azioni; la percentuale di capitale esistente sottoscritta o l'aumento di capitale, che dà nuova linfa alla società, possono influire sull'equilibrio aziendale e sugli aspetti strategico-organizzativi della società, a seconda che si tratti del possesso della maggioranza assoluta delle azioni/quote, della maggioranza relativa, del controllo oppure di una semplice quota di minoranza.

In questo contesto interviene la disciplina dei Gruppi di società e la disciplina del controllo del Codice civile. Infatti, il legame che forma un gruppo societario si crea normalmente con l'acquisizione progressiva di una pluralità di partecipazioni di controllo.

Il gruppo può essere definito come un modello di organizzazione dell'iniziativa imprenditoriale caratterizzato dall'unitarietà del disegno economico, a cui si contrappone la pluralità dei soggetti giuridici. La creazione di un gruppo di società è sempre più diffusa sul piano pratico: sono ampiamente utilizzati nelle aziende di grandi dimensioni, soprattutto quelle fortemente internazionalizzate, ma anche nelle imprese più piccole che raggiungono il successo attraverso la creazione di sinergie ed economie di scala.

In concreto un'acquisizione non è altro che un processo strategico-finanziario attraverso il quale la parte acquirente entra nel capitale dell'azienda target.

Le fusioni, invece, si riferiscono ad accordi in cui almeno una delle due o più società coinvolte nel processo di fusione cessa di esistere legalmente, senza necessariamente implicare un'acquisizione. In questo processo, entrambe le organizzazioni decidono di fondersi, integrando tutti i loro asset e le loro passività.

L'idea alla base di una fusione è che la combinazione delle risorse di entrambe le aziende possa generare risultati migliori rispetto a quelli ottenibili separatamente.

Secondo quanto definito da Singh (Conventions and Definitions, 1971) con la "Fusione" due o più società distinte si fondono in una nuova entità giuridica (Singh 1971). In realtà, questa definizione non è completa: secondo quanto previsto all'art. 2501 c.c. «*La fusione di più società può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società, o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre*», quindi non necessariamente è indispensabile la costituzione di una nuova entità giuridica, bensì può accadere che una

società preesistente sopravviva e incorpori dentro di sé le attività e le passività di una o più società preesistenti incorporate che si estinguono.

Pertanto, la definizione di Singh è equiparabile a quella che viene definita “fusione per unione” nel linguaggio professionale, ossia quando viene creata una nuova *legal entity* e le società “fuse” perdono la propria precedente identità giuridica; in tal caso, il loro patrimonio viene trasferito alla nuova società e, salvo diversamente disposto nell’atto costitutivo, i titolari dei diritti e degli obblighi delle società estinte vengono conservati. Perciò, al termine del processo, la proprietà della società risultante viene suddivisa tra gli azionisti originari di entrambe le società coinvolte e ora venute meno.

Invece, si parla di “fusione per incorporazione” nel caso in cui dalla fusione non nasca una nuova società, bensì persiste una società incorporante che mantiene la propria identità, mentre le società incorporate la perdono; i patrimoni delle società incorporate confluiscono quindi tutti nella società incorporante.

Il piano giuridico si riflette anche sul bilancio delle parti coinvolte nell’acquisizione o fusione. Nel caso di fusione di imprese le società che perdono la loro identità giuridica, non esistendo più, non saranno più tenute a redigere il bilancio.

Al contrario, nel caso di acquisizioni, società acquirente e venditrice rimangono entità giuridiche distinte e quindi le attività e le passività della società target non confluiscono in un unico bilancio. Di conseguenza, la società acquisita dovrà continuare a redigere il bilancio d’esercizio, oltre a rispettare tutti gli obblighi normativi e regolamentari derivanti dall’essere una società. Da questo punto di vista, l’acquisizione può essere considerata meno rischiosa rispetto alla fusione per incorporazione.

1.2 M&A di società quotate

Un tema di grande interesse da trattare è quello delle operazioni di finanza straordinaria che coinvolgono le società quotate.

In questo contesto, l’attenzione si concentra sull’impatto che le notizie di possibili fusioni e acquisizioni di imprese generano sull’andamento dei mercati finanziari, un fenomeno che viene approfondito nel Capitolo IV in cui sono descritte alcune delle principali teorie economiche e modelli empirici correlati.

Le operazioni M&A possono essere considerate “eventi amichevoli” oppure “eventi ostili”.

Nel caso in cui un'operazione M&A venga definita amichevole, il top management della società target assume un atteggiamento favorevole nei confronti della notizia di possibile takeover da parte del potenziale acquirente. D'altro canto, nel caso di takeover considerato ostile, allora la società target attraverso i suoi manager non accoglie con favore la notizia di un potenziale subentro nella proprietà e assume un atteggiamento contrario.

In particolare, merita attenzione la reazione iniziale dei mercati finanziari di fronte a notizie di tale rilevanza; infatti, la *bidder company* solitamente presenta una proposta agli azionisti della società target lanciando un'offerta pubblica di acquisto (in sigla O.P.A.) oppure un'offerta pubblica di scambio (O.P.S.).

Chi lancia un'O.P.A. ostile solitamente mira a ottenere il controllo strategica dell'impresa target, anche senza averne previamente discusso tale ipotesi con il Consiglio di amministrazione della società target.

Nelle operazioni M&A amichevoli o ostili, la differenza tra il prezzo di acquisizione offerto agli azionisti e il prezzo di mercato prima della notizia è chiamata premio di acquisizione. Nel caso in cui il prezzo di acquisizione iniziale offerto agli azionisti non sia ritenuto sufficiente a vendere il flottante o la maggioranza perché, ad esempio, altri offerenti aumentano l'offerta originaria, il prezzo di acquisizione finale può essere superiore rispetto a quello inizialmente offerto. In ogni caso, non è certo che il takeover abbia successo; non di rado accade che l'operazione M&A venga ritirata a causa delle reazioni negative dei mercati finanziari oppure perché il top management della società target riesce a respingere il tentativo di takeover.

A titolo esemplificativo, si segnalano due recenti offerte pubbliche lanciate da banche italiane nei confronti di altri operatori bancari del contesto nazionale. La prima è l'O.P.A. totalitaria lanciata da Unicredit nei confronti di Banco BPM nel novembre 2024, mentre il secondo caso è quello dell'OPS lanciata da Mps nei confronti di Mediobanca nel 2025¹ (Mediobanca 2025).

Nel caso in cui una società tema un tentativo di takeover che ritiene ostile, l'organo amministrativo può decidere alternativamente di agire non appena ne viene a conoscenza, adottando strategie volte a prevenire il rischio, oppure può decidere di restare in attesa e

¹ Nello specifico, la seconda operazione si contraddistingue per la diversa funzione principale che svolgono le due banche: mentre Mps si può definire banca commerciale, Mediobanca è una banca d'investimento. Inoltre, un'altra peculiarità dell'operazione è che la banca target (Mediobanca) abbia una capitalizzazione superiore rispetto a Mps (16,64 mld EUR contro 9,19 mld EUR al 6 giugno 2025) (Borsa italiana 2025).

reagire solo dopo che l'annuncio è stato reso pubblico. In questo contesto, l'obiettivo del Consiglio di amministrazione della società target è quello di mettere all'angolo i tentativi di takeover, costringendoli a trattare direttamente con il consiglio stesso, decidendo se esporsi ed evitando di mostrarsi vulnerabili e in balia delle scelte degli azionisti individuali, soprattutto se la quota flottante è elevata.

L'ostilità si è osservata, ad esempio, nella prima offerta pubblica (Unicredit verso Banco BPM) dove il CdA si è posto in contrapposizione. Infatti, il CdA di Banco BPM è intervenuto con misure difensive e chiedendo delucidazioni alla Consob, che inizialmente diede parere positivo, relativamente al prospetto informativo dell'offerta. I vertici dell'istituto bancario target criticano l'offerta, descrivendola a "sconto" e senza vantaggi per i propri azionisti. UniCredit intende ottenere almeno il 66,7% del capitale di Banco BPM, riservandosi la possibilità di derogare parzialmente a tale condizione a condizione che detenga una quota pari ad almeno il 50% del capitale² (Il Sole 24 ORE 2025). Tuttavia, in data 21 maggio 2025 la Consob ha sospeso, mediante Delibera n. 23562, l'offerta pubblica di scambio totalitaria promossa da Unicredit nei confronti delle azioni ordinarie emesse da Banco BPM (Sospensione Ops Unicredit - Banco BPM 2025). Dal punto di vista economico, il processo di aggregazione degli istituti bancari italiani è destinato a produrre ripercussioni su tutto il tessuto economico-sociale del Paese e, in particolare, sulle piccole e medie imprese.

1.3 Il processo di M&A e la determinazione del prezzo finale

Il prezzo della transazione di un'acquisizione o di una fusione dovrebbe idealmente corrispondere al valore attribuito all'entità target o alle due entità coinvolte nell'operazione.

Per tale ragione, nel momento in cui si considera il valore di un'operazione M&A, è fondamentale tener conto anche dell'esistenza dei premi del controllo e delle sinergie.

Secondo la visione di A. Damodaran, il modo migliore per valutare una società target è quello di procedere per gradi, partendo dalla valutazione *status quo* dell'impresa e aggiungendo poi un premio per il controllo e le sinergie. Pertanto, occorre valutare innanzitutto singolarmente l'impresa target, sulla base degli input iniziali esistenti in

² Il Sole 24 ORE. "Da Consob sì all'Ops di Unicredit su Bpm, al via il 28 aprile. Ok Bce ad Agricole oltre il 10% di Piazza Meda." *Il Sole 24 ORE*, 2 aprile 2025, <https://www.ilsole24ore.com/art/da-consob-si-ops-unicredit-bpm-via-28-aprile-AGSKgluD>.

termini di investimenti, finanziamenti e scelte di dividendi (Damodaran, *The Value of Synergy* 2005).

In questo contesto intervengono gli advisor del processo M&A di distinti gruppi di lavoro, ciascuno con competenze specifiche, quali il team di *Value Creation*, il team di *Lead Advisory* e il team di *Transaction Services*. Affinché l'operazione venga portata a termine, è necessaria una profonda conoscenza e comprensione delle dinamiche settoriali, nonché la competenza e l'esperienza dei professionisti che lavorano per il buon esito delle trattative.

I consulenti devono identificare e valorizzare eventuali sinergie nascoste che in fase valutativa vanno prese in considerazioni e tradotte in termini finanziari, andando ad incidere al rialzo sul prezzo sottoforma di premio per l'acquisizione.

Tuttavia, può accadere che sinergie ritenute evidenti o scontate prima dell'acquisizione non si concretizzino a posteriori e che la parte acquirente ritenga di non aver concluso un'operazione strategicamente vantaggiosa dal punto di vista finanziario, avendo pagato troppo la società target.

L'obiettivo è sempre quello di valutare l'opportunità e la convenienza di una transazione attribuendo un valore corretto ed equo alla società target.

La stima del prezzo effettuata nella fase di valutazione deve essere successivamente sottoposta ad aggiustamenti e revisioni durante la Due Diligence, in quanto costituirà il prezzo finale dell'operazione.

Nelle trattative inerenti alla compravendita di quote o azioni di società si deve tener conto anche di altri aspetti che possono portare ad aggiustamenti, tra cui i premi e gli sconti applicati.

Nel caso in cui l'acquisizione delle partecipazioni consenta di controllare la società, il valore di acquisizione dovrà incorporare i benefici (premio di controllo) che ne derivano. Il premio di controllo è determinato dalla presenza di benefici privati sia di natura monetaria sia di natura non monetaria; tra questi ultimi rientra il potere di decidere gli indirizzi strategici societari, che comprendono anche la possibilità di quotarsi in Borsa.

Nel caso di vendita di una quota di minoranza, l'acquirente sarà disposto a pagare un prezzo inferiore a causa degli svantaggi derivanti dal fatto di essere un'azionista di minoranza. Lo sconto di minoranza è determinato o dall'impossibilità di decidere gli indirizzi strategici (sconto in funzione della mancanza di controllo) oppure dalla difficoltà

di negoziare partecipazioni di scarso rilievo ai fini del controllo (sconto in funzione della mancanza di liquidità).

Il processo di *Due Diligence* consiste nella fase del processo di M&A effettuata da professionisti di *Transaction Services* che svolgono un'attività di indagine per conto della società acquirente o della società target; si parla rispettivamente di *Buy-side Due Diligence* e *Vendor Due Diligence*.

Questo lavoro è finalizzato ad accertare l'eventuale presenza di elementi critici che potrebbero compromettere il buon esito della trattativa.

Il compito del team di *Transaction Due Diligence* è quello di redigere un report di Due Diligence finanziaria in cui i due elementi economico-finanziari da analizzare sono: EBITDA (Earning Before Interest Tax Depreciation Amortization) e Posizione Finanziaria Netta (PFN).

Secondo quanto riportato nel documento di ricerca del Consiglio nazionale dei Dottori commercialisti e degli Esperti contabili del marzo 2024, intitolato "EBITDA e PFN a fini valutativi e negoziali", l'EBITDA può essere definito come la differenza tra l'aggregato "A" del conto economico, ossia il Valore della produzione, e l'aggregato "B" del conto economico, ossia i Costi della produzione, ai sensi dell'art. 2423 e seguenti del Codice civile, relativo ai bilanci delle società italiane, escludendo dai costi della produzione le voci "B10a", "B10b" e "B10c", ovvero gli ammortamenti e le svalutazioni delle immobilizzazioni (Commissione di studio CNDCEC "Valutazioni per il bilancio" 2024).

Gli esperti di finanza sono consci che non è sufficiente conoscere l'EBITDA per valutare un'azienda. Tuttavia, questo margine rappresenta il parametro di riferimento per misurare la performance di un'impresa, soprattutto in operazioni di M&A. Si tratta di un numero pratico, chiaro, apparentemente oggettivo. In realtà, questa stessa semplicità si rivela un elemento rischioso, poiché l'EBITDA considerato da solo di per sé non misura tutto di un'impresa. Un'impresa, per esempio, potrebbe registrare un ampio margine operativo e contemporaneamente bruciare liquidità.

Infatti, se il capitale circolante non è adeguatamente gestito, ossia se i crediti verso clienti crescono più velocemente del fatturato oppure se i debiti verso fornitori vengono pagati sistematicamente in anticipo rispetto agli incassi delle vendite, l'EBITDA può essere solo all'apparenza un dato che rappresenti robustezza aziendale, nonostante la liquidità reale si stia sfaldando.

Parlando di crescita dell'EBITDA, si tende a pensare che questo sia sempre sintomo di successo, a prescindere dagli altri aspetti e grandezze quantitative e qualitative che presenta un'impresa; tuttavia, è fondamentale catturare in che misura l'EBITDA viene convertito in risorse liquide reali. Infatti, in assenza di una produzione di flussi di cassa sostenibili e senza un equilibrio finanziario, il valore dell'azienda è puramente apparente.

Inoltre, un altro elemento di rischio può derivare dal fatto di trascurare la leva finanziaria. Due imprese con lo stesso EBITDA possono presentare profili di rischio differenti nel caso in cui, ad esempio, la prima sia pesantemente indebitata mentre la seconda sia dotata di autosufficienza finanziaria. L'EBITDA non spiega questa differenza e, in un clima di rialzo dei tassi, l'effetto della leva finanziaria si trasforma in un fattore determinante per la stabilità dell'impresa.

La Posizione finanziaria netta (o PFN), invece, corrisponde alla differenza tra i debiti finanziari e le disponibilità liquide. Nel caso in cui i debiti finanziari sono superiori alle disponibilità liquide, allora la PFN è positiva; altrimenti se i debiti finanziari sono inferiori alle disponibilità liquide, la PFN è negativa.

L'EBITDA e la PFN sono due elementi che, in gergo tecnico, devono essere rettificati e normalizzati, perché condizionano fortemente l'Equity Value (E) e l'Enterprise Value (EV), ossia il prezzo attribuito alla società target.

Normalizzare l'EBITDA significa eliminare dalla redditività operativa d'esercizio tutti gli elementi che per loro natura sono eccezionali, non ricorrenti o non correlati al core business dell'azienda.

Infatti, l'EV corrisponde al prodotto tra l'EBITDA e il multiplo attribuito alla società target, mentre l'Equity value è calcolato sottraendo l'importo della PFN dall'Enterprise value.

L'obiettivo di questa fase del processo M&A è evitare che il prezzo pagato dall'acquirente sia ingiustificatamente elevato, impedendo che l'EBITDA con cui viene calcolato l'EV sia non congruo e che la PFN sia anormalmente bassa. L'errore più grosso da fare nell'ambito della valutazione è basarsi esclusivamente sulle cifre dell'affare e ritenere di conoscere la situazione aziendale basandosi solo sui numeri.

Capitolo II Motivi alla base delle operazioni M&A

Le motivazioni che spingono un investitore ad essere interessato ad assumere il controllo di un'impresa target possono essere molteplici; è possibile racchiuderle sotto l'accezione "*rationale*", ossia la motivazione alla base del takeover.

A seconda della tipologia di investitore, è possibile distinguere il caso in cui l'investitore sia un soggetto finanziario oppure un'altra impresa.

In questo elaborato ci concentreremo principalmente sulla discussione del caso in cui la parte acquirente sia un'impresa non finanziaria, anche se terremo conto della notevole influenza che gli investitori finanziari hanno assunto nel tempo. Mentre un fondo di private equity mira ad acquisire imprese al fine di avere un rendimento nel medio termine, un'azienda industriale può decidere di adottare una strategia di crescita per linee esterne per svariate ragioni operative, economiche e finanziarie legate a una *vision* di lungo periodo.

È possibile considerare le seguenti possibili motivazioni che spingono un industriale a convincersi della bontà di una potenziale M&A con altre imprese; nello specifico motivi di:

1. Internalizzazione. Entrare in una nuova area geografica per espandere la propria presenza oltre l'attuale mercato di riferimento. L'attuazione di tale strategia può concretizzarsi attraverso l'acquisizione di un'impresa considerata *peer*, cioè simile alla società offerente, che però non si può considerare un vero *competitor* in quanto opera in una regione geografica diversa e non sovrapponibile a quella della società acquirente medesima.
2. Integrazione. Sotto il profilo industriale, si possono considerare tre tipi di integrazione:
 - Orizzontale: riguarda l'integrazione di imprese che operano nello stesso settore di attività;
 - Verticale: l'impresa può espandere il proprio controllo a monte o a valle della catena produttiva in cui opera;
 - Conglomerale: coinvolge aziende che operano in settori non correlati.

La strategia di integrazione orizzontale può consentire all'impresa di aumentare la propria quota di mercato acquisendo un concorrente diretto nell'area geografica in cui già opera l'impresa acquirente, nel qual caso la concorrenza viene ridotta.

La scelta tra l'adozione di una strategia di internalizzazione attraverso l'acquisizione di un *peer* per entrare in una nuova area geografica oppure l'acquisizione di un concorrente diretto rientra nel novero delle scelte manageriali di convenienza in capo al top management.

La strategia di integrazione verticale può portare a diversi benefici per l'azienda, tra cui: migliorare la qualità del prodotto, facilitare la realizzazione di economie di scala e portare a significativi vantaggi logistici e strategici. Per esempio, tale strategia può essere attuata da un'impresa alimentare produttrice di pasta che manifesta interesse verso un fornitore di semola di grano (integrazione a monte) per aumentare la qualità della materia prima oppure nei confronti di una rete di supermercati (integrazione a valle) per accrescere la *fidelity* del consumatore finale.

Infine, l'obiettivo della strategia di integrazione conglomerale è la diversificazione del rischio.

3. Acquisizione di tecnologia o proprietà intellettuale. Il management di un'impresa industriale deve sempre effettuare una serie di valutazioni per scegliere se sia meglio crescere organicamente, sviluppando un prodotto internamente, o crescere acquisendo una terza azienda che possiede una certa tecnologia, un brevetto o un asset intangibile considerato una potenziale fonte di vantaggio competitivo. Si tratta del cosiddetto dilemma "*Make or Buy?*". Nel mondo reale delle grandi multinazionali, soprattutto in settori tecnologici e avanzati come l'elettronica di consumo, la ricerca e lo sviluppo questi elementi sono cruciali, motivo per cui questi colossi internazionali hanno creato gruppi di lavoro interni dedicati alla ricerca e al monitoraggio di start-up e PMI innovative da individuare come imprese target.
4. Diversificazione: avviene nel momento in cui il management decide di entrare in un nuovo settore, anche parzialmente correlato, per ridurre i rischi legati a cambiamenti o rivoluzioni nel mercato di riferimento.

Questa strategia è finalizzata a ridurre la volatilità del rischio e di per sé è positiva perché può essere indicativa di una gestione consapevole e prudente; tuttavia, può suscitare il disappunto di alcuni stakeholders. Ciò apre un ampio dibattito sul fatto che la diversificazione sia più efficiente se attuata direttamente dai singoli investitori. In concreto, il management di una società quotata in borsa potrebbe

adottare una strategia di diversificazione grazie agli utili societari degli anni passati, ma questo potrebbe andare contro gli azionisti; soprattutto nel caso di società mature e a bassa crescita organica, la scelta di diversificare e di non distribuire dividendi potrebbe influire negativamente sul prezzo delle azioni, in quanto solitamente gli investitori non pagano un premio per le aziende diversificate; infatti, come dimostrato nel paper di Berger & Ofek, il mercato attribuisce uno sconto alle società che diversificano rispetto a quelle che si concentrano su un singolo settore, con una penalizzazione media compresa tra il 13% e il 15% (Philip G. Berger 1995).

La diversificazione, quindi, ha uno stretto legame con la politica sui dividendi e può influenzare l'andamento della performance azionaria.

Infine, un concetto da discutere è la definizione di "liquidità in eccesso". Non è facile stabilire se (e in che misura) la liquidità generata da un'impresa sia superiore al livello di fabbisogno necessario per finanziare i progetti della propria attività caratteristica. Il management deve decidere se reinvestire nel business di riferimento, se reinvestire tramite progetti esterni con operazioni M&A oppure se soddisfare gli azionisti sotto forma di dividendi o altre forme di restituzione dei rendimenti della società.

Questo aspetto è stato affrontato da vicino anche dall'economista Michael Jensen, che nel 1986 ha sviluppato la "Teoria del flusso di cassa libero" (*Free Cash Flow Theory*). Nel suo paper "*Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*" sottolinea che i manager hanno forti incentivi personali, associati a bonus retributivi, che li portano a far crescere le aziende che gestiscono oltre le dimensioni ottimali (Jensen 1986).

Il *Free cash flow* è definito come il flusso di cassa in eccesso rispetto a quello necessario per finanziare tutti i progetti con VAN positivo. I conflitti di agenzia tra gli azionisti e il management sorgono in merito alle politiche dei dividendi e sono particolarmente rilevanti quando l'impresa è in grado di generare un flusso di cassa libero consistente, vale a dire ampio.

La teoria di Jensen mira a rispondere a due quesiti:

1. Perché i programmi di diversificazione hanno maggiori probabilità di generare perdite rispetto alle acquisizioni o all'espansione nello stesso settore di attività o alle operazioni M&A motivate dalla liquidazione;

2. Perché le *bidder companies* e alcune società target tendono a ottenere performance aziendali anormalmente buone prima dell'operazione M&A? In linea con i dati, la teoria del *Free cash flow* prevede che molte società offerenti registrino risultati aziendali eccezionalmente buoni prima dell'acquisizione.

In particolare, Jensen sostiene che le acquisizioni sono sia la prova di un conflitto di agenzia tra azionisti e management, ma allo stesso tempo possano rappresentare una soluzione al fenomeno stesso: le acquisizioni rappresentano un canale tramite il quale i managers possono investire denaro invece di distribuirlo agli azionisti. Pertanto, questa posizione suggerisce che i manager delle società con una capacità di indebitamento inutilizzata e un eccesso di liquidità siano più inclini ad intraprendere una politica M&A aggressiva. Tuttavia, se non opportunamente supportata da solide strategie di integrazione, questa politica può tradursi in distruzione di valore.

Queste argomentazioni evidenziano e rafforzano ulteriormente la centralità della figura del management, a cui sono affidate tutte le valutazioni strategiche volte a rispettare le performance aziendali programmate.

2.1 La creazione di sinergie

In questa sezione ci si addentra negli effetti positivi che si possono concretizzare in caso di successo di un'operazione M&A, sottoforma di sinergie o di controllo.

La creazione di sinergie è spesso considerata la più valida delle motivazioni per cui ha senso partecipare a un'operazione di M&A, anche se non sempre le fonti di sinergia ipotizzate si concretizzano e portano effettivamente valore a posteriori.

La definizione di sinergie è rintracciabile, ad esempio, nel paper intitolato *Value of synergy* del professor A. Damodaran, secondo cui «*La sinergia è il valore aggiunto generato dall'unione di due aziende, creando opportunità che non sarebbero disponibili a queste aziende operanti in modo indipendente*» (Damodaran, *The Value of Synergy* 2005).

Nel caso in cui il buyer sia un investitore finanziario, non si può certo parlare di sinergie, che non possono sorgere; perché si possa parlare di sinergie aziendali, è necessario che sia la parte acquirente che la parte venditrice di un'acquisizione siano due imprese non finanziarie. Tanto vale anche nel caso di fusione.

Si possono considerare due tipi di sinergie:

- ★ Le sinergie di tipo operativo: sono quelle sinergie che consentono alle imprese esistenti di aumentare il reddito operativo delle attività esistenti, di incrementare la crescita o entrambe le cose. Di solito assumono la forma di maggiori flussi di cassa attesi.
- ★ Le sinergie di tipo finanziario: comprendono vantaggi fiscali (*tax shield*), diversificazione, maggiore capacità di fare ricorso ad indebitamento.

La categoria delle sinergie operative comprende:

- Le sinergie di crescita, derivanti da un tasso di crescita dei ricavi più alto.
- I benefici relativi allo sfruttamento delle economie di scala, che si traducono in margini operativi più elevati.
- I benefici derivanti dall'aumento della forza contrattuale, anche nella determinazione dei prezzi.
- La combinazione dei punti di forza funzionali di due imprese operanti in due settori complementari.

All'interno della categoria delle sinergie finanziarie rientrano:

- L'integrazione di un'impresa con liquidità in eccesso o inutilizzata, perché non investita in progetti con limitate opportunità, con un'impresa con disponibilità finanziarie limitate ma che ha progetti di investimento ad alto rendimento.
- Le sinergie fiscali, che si sostanziano in vantaggi fiscali, ossia di abbattimento della pressione fiscale.
- Le sinergie di debito, rappresentate da una maggiore capacità di ottenere prestiti. In tal senso l'integrazione permette di ricorrere all'indebitamento di più, ricavando un quantitativo di finanza superiore rispetto a quanto avrebbero percepito le due imprese singolarmente dai finanziatori.
- Le sinergie di tasso, legate a un minor costo del debito. L'integrazione di due imprese è spesso percepita come sintomo di maggiore stabilità dai finanziatori, in parte a causa della size del soggetto economico con cui questi si interfacciano; questo tema è legato alla finanza comportamentale.

Pertanto, le sinergie possono manifestarsi sottoforma di flussi di cassa più elevati, ma anche sottoforma di tassi di crescita più alti o tassi di sconto più bassi.

Affinché si possa discutere della possibilità di creare sinergie, deve esistere un legame tra le due imprese. Lo studio di Jeffrey S. Harrison, Michael A. Hitt, Robert E. Hoskisson,

and R. Duane Ireland intitolato "*Synergies and Post-Acquisition Performance: Differences versus Similarities in Resource Allocations*" del 1991 si sofferma su questo punto (Harrison 1991).

In particolare, si approfondisce il tema di come le analogie e le differenze di risorse tra le imprese acquirenti e quelle acquisite possano incidere sulla performance post M&A.

Nello specifico, si indaga se la combinazione di più risorse possa apportare benefici in termini di miglioramento delle prestazioni, che possono originare da similarità oppure da peculiarità specifiche.

Gli autori definiscono *resource similarity* l'insieme delle risorse che combinate assieme offrono miglioramenti in fatto di efficienza, mentre con *complementary resources* si riferiscono a quelle risorse che potrebbero definirsi uniche, specifiche, peculiari che, se intersecate assieme, forniscono nuove capacità.

L'integrazione di imprese che dispongono di risorse simili consente di ottenere risparmi sui costi e sull'efficienza operativa, contribuendo a migliorare la performance a breve termine. La condivisione di risorse complementari, invece, favorisce l'innovazione, l'espansione e la crescita nel medio-lungo termine, seppur l'aumento dei risultati operativi e finanziari può essere inizialmente lento a causa delle incertezze legate alle differenze delle culture organizzative e dei processi interni, per poi accelerare.

Le ricerche dimostrano che l'integrazione di aziende con risorse simili è generalmente più rapida e si concretizza, in caso di successo, in benefici economico-finanziari prevedibili di breve termine; mentre nel caso di aziende che dispongono di risorse complementari, le sinergie impiegano più tempo per emergere perché le aziende stesse affrontano più ostacoli all'integrazione, e quindi il miglioramento delle performance, se si manifesta, dovrebbe essere valutato in modo lungimirante perché può essere una fonte di vantaggio competitivo a lungo termine (Harrison 1991).

2.2 Il valore del controllo

Le società non sono tutte gestite in modo efficiente e può accadere che altre società ritengono di essere in grado di gestirle meglio degli attuali manager.

Il valore del controllo consiste nel valore addizionale che la parte acquirente ritiene possa attribuito ad una società target in virtù della potenziale migliore gestione da attuare in caso di takeover (Damodaran, *The Value of Control: Implications for Control Premium*, Minority 2005).

Per valutare il controllo, la società target deve essere rivalutata ipotizzando una gestione diversa, cioè reputata dalla parte acquirente migliore rispetto a quella attuale, e poi confrontata con lo status quo, ossia la gestione esistente della società target. Una gestione più efficiente è sintomatica di una gestione adeguata; quindi, si riferisce alle decisioni societarie attribuite ai massimi dirigenti aziendali, cioè il top management.

I poteri decisionali e le strategie più efficienti in questo senso si sostanziano nel cambiamento delle scelte relative a:

- Politica di investimento: spostando le finanze da progetti considerati improduttivi a progetti esistenti o a nuovi progetti con rendimenti più elevati.
- Politica di finanziamento: correggendo la struttura di finanziamento, ad esempio rettificando il rapporto tra debito e capitale proprio.
- Politica dei dividendi: ad esempio, ottimizzando il capitale disponibile per gli azionisti, per aumentare l'attrattività della società.

2.3 Hubris Hypothesis

Esiste un filone di economisti che si contrappone allo spiccato entusiasmo con cui i mercati finanziari accolgono frequentemente potenziali ristrutturazioni aziendali tramite operazioni di finanza straordinaria, e in particolare grazie alle acquisizioni e fusioni tra società. Per certi versi, anche la *Free Cash Flow Theory* di Jensen appartiene a questo filone.

Si tratta di una visione negativa abbracciata dall'economista degli anni '80 Richard Roll, che nell'aprile 1986 ha pubblicato sul *Journal of Business* l'articolo *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*, che può essere considerato il manifesto del concetto di *hubris* sviluppato dal professor Roll. L'autore esprime la sua posizione sulle operazioni M&A, spiegando che molte volte accade che i manager delle *bidder companies* siano certi delle loro capacità di valutazione e di gestione e, peccando proprio di eccessiva autostima, questa supponenza li induce a formulare proposte di acquisizione a prezzi superiori rispetto al valore effettivo delle società target, senza che ciò si traduca in vantaggi e benefici in termini di performance per le società acquirenti da questi amministrate (Roll 1986).

Di conseguenza, alcune operazioni di M&A non vengono realizzate con motivazioni strategiche sottostanti, ma piuttosto, secondo tale pensiero, sono dovute all'insistenza dei

manager nell'indirizzare le politiche gestionali verso la crescita esterna, sopravvalutando la loro capacità di creare valore aziendale.

L'ipotesi *hubris* di Roll rappresenta un'alternativa, un'interpretazione diversa e meno conclusiva e radicale rispetto ai sostenitori delle operazioni M&A, bensì egualmente plausibile e da esplorare anche con modelli empirici; l'economista non rivendica che le operazioni M&A rappresentino a prescindere il vero male delle imprese che porta a danni aziendali, altrimenti si tratterebbe di un'interpretazione prevenuta; tuttavia, sostiene che i guadagni prospettati nel processo M&A dagli advisor e dai manager della *bidder company* potrebbero in realtà essere sovrastimati o, addirittura, non realizzabili.

Se si considerano le società target quotate sui mercati finanziari, i rialzi del prezzo delle azioni durante la finestra in cui si prospetta un tentativo di acquisizione non sempre riflettono un aumento sostanziale del valore aziendale, ma possono rappresentare una semplice transazione di ricchezza dalla società offerente alla società target.

Di conseguenza, il premio di acquisizione pagato può risultare sovrastimato rispetto al valore economico aggiuntivo derivante dall'integrazione delle due entità.

Roll suppone alcuni presupposti forti alla base della propria teoria:

1. Non esistono potenziali sinergie di integrazione.
2. Non ci sono altre fonti di guadagno dall'acquisizione, ma tuttavia alcune società ritengono che tali benefici esistano.
3. La valutazione stessa può essere considerata una variabile causale la cui media è il prezzo corrente della società target.

In questo contesto, emerge il cosiddetto fenomeno del *selection bias*: le società offerenti presentano offerte solo quando la valutazione, cioè l'osservazione della variabile causale, supera la media, mentre i risultati nella coda sinistra della distribuzione, ossia le sottostime, non determinano la presentazione di offerte e quindi non vengono osservati nei campioni empirici.

Ne consegue che le sovrastime valutative di alcune offerte effettuate possono comportare un innalzamento del premio di acquisizione, che corrisponde in un errore positivo; invece, gli errori che si manifestano nella direzione opposta non vengono osservati e ciò si traduce in una distorsione nei dati disponibili. Il premio di acquisizione che ne deriva non riflette effettivamente il valore aggiunto, ma può essere dovuto a questi errori casuali sistematicamente positivi (Roll 1986).

Tale posizione consolida il perché molte acquisizioni si rivelano un insuccesso a posteriori per le *bidder companies*, a causa di posizioni manageriali non oggettive nel vedere potenzialità di crescita e creazione di valore laddove non ci sono margini in tal senso.

L'implicazione sui mercati finanziari dell'ipotesi *hubris* deve materializzarsi in un aumento medio del prezzo di mercato del titolo della società target che deve essere controbilanciato da un decremento del prezzo medio della *bidder company*. Pertanto, il prezzo di mercato di una società target dovrebbe salire quando viene annunciata un'offerta non prevista e dovrebbe scendere se la prima offerta non ha successo e se non si presentano ulteriori investitori industriali interessati.

Invece, l'effetto sul prezzo della società offerente al momento dell'annuncio del tentativo di takeover diminuisce, poiché gli investitori temono che la società stia pagando valore e distruggendo ricchezza, mentre al momento della conclusione della trattativa a seconda del buon esito o meno il prezzo del titolo della società offerente potrà rispettivamente scendere oppure aumentare perché il mercato percepirà che l'impresa ha evitato di completare un investimento poco conveniente.

Gran parte delle scelte inerenti alle operazioni M&A dipendono dai manager, che non devono sopravvalutare le sinergie e finire per pagare eccessivamente le imprese target.

Capitolo III Il mercato M&A in Italia

Secondo l'analisi della società di consulenza Ernst & Young intitolata "Investimenti in Italia: Review 2024 e Preview 2025", l'andamento delle operazioni di M&A in Italia nell'ultimo decennio è stato in forte in ascesa. Come mostra la *Figura 1*, il numero di operazioni annunciate e completate negli ultimi tre anni (2022-2023-2024) è duplicato rispetto al periodo pre-pandemia (prima del 2020).

In particolare, l'anno 2024 è stato particolarmente positivo sotto questo aspetto: si è registrato un aumento del 13% del numero di operazioni di M&A rispetto all'anno 2023. Tuttavia, il valore delle transazioni correlate nell'ultimo biennio 23-24 è stato ben al di sotto del biennio precedente; infatti, si è passati da un volume complessivo di oltre 80 miliardi di euro nel biennio post pandemico 2021-2022 ad un volume investito inferiore ai 65 miliardi negli ultimi due anni (Ernst & Young 2025).

Figura 1. Numero transazioni M&A avvenute nel contesto nazionale (2016-2024)



Fonte: analisi EY su dati Merger Market.

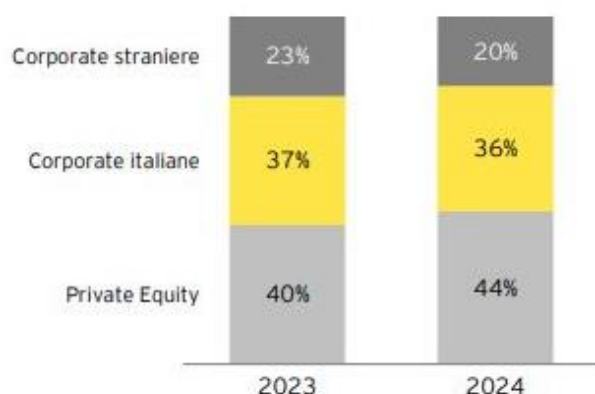
Nello specifico, come sottolineato nel report «*L'anno è stato molto positivo nel cosiddetto 'midmarket', particolarmente importante nel nostro paese data la struttura del tessuto produttivo. L'investimento aggregato ha raggiunto circa € 31,3 miliardi, segnando un aumento del 37% rispetto a quanto registrato nel 2023.*»

Il mercato dell'M&A ha quindi coinvolto in modo significativo le transazioni nel mid-market, quindi le medie imprese, che si confermano un punto di forza, in grado di trainare l'economia italiana. Di conseguenza, si può affermare che chi acquisisce è consapevole che sono proprio le piccole medie imprese a sostenere l'economia nazionale, e per tale ragione nella fase di *origination*, in fase di targeting e analisi economico-finanziaria,

individuano sempre più spesso le aziende di medie dimensioni e di piccola taglia quando puntano a società interessanti.

La *Figura 2* mette in evidenza la distribuzione del numero di transazioni in base alla tipologia di investitore, ossia se la parte acquirente è un investitore finanziario, quindi un fondo di private equity, oppure un operatore industriale, quindi altre società italiane o straniere.

Figura 2. Tipologia di investitori in imprese italiane (per numero di operazioni avvenute, anni 2023-2024)



Fonte: analisi EY su dati Merger Market.

È interessante notare il ruolo crescente dei fondi di private equity, che si posizionano come il principale operatore che agisce come parte acquirente in operazioni M&A sul territorio italiano (seppur l'investitore corporate considerato a livello globale prevale attestandosi al 56,0% nel 2024). All'interno di questa percentuale (44,0%) sono contenuti sia gli investimenti effettuati direttamente dai fondi, sia quelli tramite società da loro detenute già in portafoglio, che sono cresciuti in incidenza rispetto all'operatività complessiva dei fondi.

Questa tipologia di operatori si contraddistingue per essere fondi, rappresentati da abili professionisti e consulenti qualificati del settore finanziario che investono il denaro raccolto da investitori istituzionali oppure da altri investitori, impiegando la liquidità raccolta del fondo nell'economia reale acquisendo quote di società, diventandone azionisti di maggioranza o minoranza.

Il loro legame con l'impresa, quindi, non si esaurisce con la chiusura dell'operazione, bensì al loro interno questi fondi di private equity svolgono anche una fase di post-deal, dedicata alla gestione ordinaria dell'azienda acquisita.

Questi operatori partecipano alle decisioni degli azionisti e dei soci e hanno un peso specifico gestionale una volta coinvolti nella società acquisita, mentre altre volte rimandano la gestione operativa e manageriale all'imprenditore dell'azienda, che rimane incaricato della gestione operativa del business in quanto ritenuto la persona più adatta a ricoprire tale funzione per il bene comune del fondo e della società. Nel medio termine, solitamente entro cinque anni, questi fondi desiderano uscire dall'impresa in cui avevano precedentemente investito per ottenere un tasso di rendimento interno (in sigla IRR, dall'inglese *Internal Rate of Return*) più alto possibile, rivendendo le proprie quote ad un altro fondo più grande, oppure ad un soggetto industriale interessato a quella determinata società per creare sinergie operative industriali.

Le aziende italiane si caratterizzano per essere perlopiù piccole medie imprese e pertanto per affrontare il tema delle operazioni M&A tra imprese in Italia innanzitutto è necessario approfondire la dimensione delle società italiane. L'economia italiana si basa sulla presenza di imprese di piccole e medie dimensioni, come confermato nell'informativa dell'Istat relativa al Censimento permanente delle imprese 2023.

Il campione di rilevazione comprende *«circa 280mila imprese con 3 e più addetti, rappresentative di un universo di 1.021.618 unità (il 22,5% delle imprese italiane) che producono l'85,1% del valore aggiunto nazionale, impiegano il 74,7% degli addetti (13,1 milioni) e il 96,0% dei dipendenti (11,5 milioni)»*. All'interno di tale report viene in rilievo quanto segue: *«Più di tre quarti delle imprese appartenenti alla popolazione oggetto di studio (805mila unità, pari al 78,9% del totale) sono microimprese (con 3-9 addetti in organico), 189mila (18,5% del totale) sono imprese di piccole dimensioni (10-49 addetti), mentre le medie (50-249 addetti) e le grandi imprese (con 250 addetti e oltre) rappresentano rispettivamente il 2,2% (22.861 unità in valori assoluti) e lo 0,4% (3.969 unità, di cui 1.622 con 500 addetti e oltre)»*.

L'elevato numero di piccole e medie imprese tende a concentrare la proprietà nelle mani di un individuo o di una famiglia, che controlla l'impresa (che rappresenta l'80,9% delle imprese con almeno tre addetti); questo tratto distintivo presente nell'azionariato delle società italiane è tanto più accentuato quanto più piccola è l'impresa, sebbene persista anche per le grandi imprese (circa il 41,6% delle grandi imprese sono controllate da un individuo o da una famiglia) (Istat 2023).

Inoltre, la presenza di un management composto da manager esterni alla famiglia è poco frequente nelle imprese di piccole dimensioni; di conseguenza, il tessuto economico

italiano è caratterizzato frequentemente dalla coincidenza della figura che assume il ruolo della gestione sia imprenditoriale che manageriale.

Tabella 1. Incidenza imprese italiane controllate da una persona fisica o una famiglia, gestione manageriale e imprese interessate al passaggio generazionale.

CLASSE DI ADDETTI	IMPRESE CONTROLLATE DA UNA PERSONA FISICA O UNA FAMIGLIA		Gestione manageriale	IMPRESE INTERESSATE DA PASSAGGIO GENERAZIONALE	
	Numero	% su totale imprese		Tra il 2016 e il 2022	Possibile nel triennio 2023-2025
3-9 addetti	670.888	83,3	0,8	7,7	6,4
10-49 addetti	140.970	74,5	3,2	14,4	14,1
50-249 addetti	13.442	58,8	10,0	17,8	14,7
250 addetti e oltre	1.653	41,6	21,2	18,9	12,5
TOTALE	826.953	80,9	1,4	9,1	7,9

Fonte: Informativa dell'Istat relativa al Censimento permanente delle imprese 2023

Come si evince dalla *Tabella 1*, nel periodo 2016-2022, il 9,1% delle imprese che hanno partecipato al censimento Istat ha dichiarato di aver effettuato almeno un passaggio generazionale. Questo dato merita un'attenzione particolare perché sottolinea come quasi un'impresa su dieci ha affrontato questa problematica di strategica importanza nell'intervallo di tempo incluso nell'analisi. Suddividendo le imprese in diversi cluster in base al numero di dipendenti che vi lavorano, si può evidenziare che i dati mostrano come questo problema sia ancora più marcato nelle imprese di grandi dimensioni (con 250 dipendenti e oltre).

È interessante notare come, al momento della raccolta delle dichiarazioni dello stesso censimento (rilevazione a cavallo tra la fine 2022 e l'inizio 2023), i soggetti intervistati siano comunque propensi ad affermare che questa tendenza è destinata a proseguire nel triennio successivo (2022-2025); in parziale contrasto con quanto discusso, si evidenzia come la percentuale delle imprese di grandi dimensioni che prevedono di dover effettuare il passaggio generazionale nel triennio 22-25 sia inferiore rispetto a quelle delle piccole e medie dimensioni (10-249 addetti).

Si può sottolineare che il campione censuario riguarda maggiormente le imprese più piccole, approssimativamente dall'83,3% delle piccole imprese al 41,6% delle grandi imprese: è ipotizzabile che il campione sia stato così costruito in quanto la problematica del passaggio generazionale nel contesto italiano riguardi da vicino particolarmente le piccole e medie imprese (con meno di 250 addetti), che rappresentano oltre il 99,5% del totale delle imprese operanti in Italia (Istat 2023).

Il concetto di piccola media impresa non coincide necessariamente con quello di azienda familiare, anche se il più delle volte l'impresa familiare è una piccola media impresa. Infatti, oggi molte piccole medie imprese possono essere partecipate da multinazionali, appartenendo dunque ad un gruppo che dispone dell'attività di direzione e coordinamento strategica, oppure negli assetti proprietari partecipano fondi di investimento o altri soggetti assimilabili.

Questo tema è stato affrontato nella presentazione del XVI Osservatorio AUB intitolata Profili delle nuove generazioni, crescita e apertura del capitale: i passaggi chiave per il futuro e la competitività delle imprese familiari.

Il report rappresenta una panoramica generale delle imprese familiari italiane e approfondisce la composizione delle aziende familiari nonché tratta la loro struttura proprietaria, basandosi sui dati reperiti da Orbis e Aida (Fabio Quarato 2025).

Secondo l'Osservatorio XVI, il totale delle aziende familiari nel 2022 rappresenta circa i due terzi del totale delle imprese, pari a 23.578 unità. Questo dato dovrebbe far riflettere sulla centralità delle aziende familiari nel contesto nazionale, che sono state il motore dell'economia italiana nella storia del nostro Paese e si spera lo saranno anche in futuro.

In particolare, il report si sofferma sulla classificazione delle aziende familiari per classe di fatturato, presentando la numerosità di queste dell'XVI edizione dell'Osservatorio AUB (2022) rispetto alla precedente edizione del 2020.

Tabella 2. Variazione numerosità aziende familiari per classe di fatturato (2020 vs 2022)³

Fatturato	2020	2022	Delta	Delta (%)
20-50 mln €	6.587	8.935	+ 2.348	+35,6%
> 50 mln €	5.048	6.901	+ 1.853	+36,7%
Tot. Aziende Familiari	11.635	15.836	+ 4.201	+36,1%

Fonte: Elaborazione personale basata su presentazione XVI Osservatorio AUB.

Si può notare che c'è stato un aumento notevole della numerosità delle aziende familiari italiane rispetto al 2020, che sono passate da 11.635 a 15.836. Questo incremento del 36,1% è principalmente legato alla crescita di occupazione, redditività e produttività, ed è attribuibile equamente alla crescita sia delle aziende familiari con un fatturato compreso

³ Dalla popolazione italiana di aziende con fatturato superiore a 20 milioni di euro sono state escluse le filiali di imprese estere.

tra i 20 e i 50 milioni di euro che alle imprese familiari di più grandi dimensioni, con fatturato superiore ai 50 milioni.

Altrettanto interessante è constatare che la crescita del numero di aziende familiari italiane è superiore rispetto a quella di altre aziende (non familiari), che invece si ferma al +23,2% rispetto all'edizione 2020. La numerosità delle aziende non familiari è legata a una crescita più contenuta, limitata a una variazione relativa di tredici punti percentuali in meno.

Questi numeri suggeriscono di considerare quante aziende familiari appartenenti al primo gruppo possano essere cresciute e aver raggiunto livelli di fatturato superiori ai 50 milioni di euro.

Le possibilità, tuttavia, non sono ascrivibili esclusivamente al superamento di questa soglia; le potenziali origini dei cambiamenti possono riguardare:

- Aziende il cui fatturato è sceso al di sotto della soglia minima dei 20 milioni di euro (-552 unità⁴).
- Aziende sottoposte a procedure di liquidazione o concorsuali, o che hanno cessato l'attività (-260 unità).
- Imprese coinvolte in operazioni di fusione successive a un'operazione di M&A, sia intra-gruppo che extra-gruppo (-152 unità).
- Nuove imprese: società di nuova costituzione, aziende il cui fatturato è aumentato al di sopra della soglia minima dei 20 milioni di euro, cambiamento assetti proprietari (+5.165 unità).

Pertanto, delle 15.836 aziende familiari presenti nel 2022 in Italia con fatturato superiore ai 20 milioni di euro, circa un terzo (5.165 unità) sono considerate nuove imprese per l'Osservatorio XVI.

Negli ultimi decenni si è assistito a una fase critica che le aziende familiari sono costrette a fronteggiare durante il loro ciclo di vita: il passaggio generazionale. Può darsi che sussistano le competenze e la volontà dei successori a prendere le redini dell'impresa, e in tal caso la continuità aziendale può essere mantenuta nel tempo senza grossi scombussolamenti.

In altri casi, ai fini di non distruggere valore, è meglio che la famiglia capisca che, se non altro, l'apertura del capitale può essere un'opportunità da cogliere.

⁴ Il numero di aziende familiari, interessate da ciascuna tipologia di cambiamento subito nel biennio 2021-2022, è indicato tra parentesi.

In sintesi, secondo quanto rilevato dall'Osservatorio XVI circa l'8% delle aziende familiari con fatturato superiore ai 20 milioni di euro ha aperto il capitale al 31.12.2023, in valore assoluto 1.290 società familiari sono state interessate da questo fenomeno.

Le possibili modalità mediante le quali è possibile concretizzare l'apertura del capitale di rischio sono riconducibili alle seguenti tre:

1. Cessione di una quota di minoranza della società ad un soggetto esterno;
2. Quotazione in borsa, conservando però il controllo della società;
3. Cessione di una quota di maggioranza della società ad un soggetto esterno, il quale assume il controllo.

I primi due metodi possono garantire alla famiglia esistente di mantenere il controllo dell'azienda, concretizzandosi in operazioni di minoranza. In particolare, la quotazione in Borsa richiede un processo che può durare anni, è ambizioso ma può essere molto costosa e può non essere necessariamente una strategia di successo.

Invece, la cessione della maggioranza fa perdere il controllo societario e, solitamente, di lì a pochi anni è prevista l'uscita della vecchia proprietà. Si tratta della tipologia di apertura del capitale prevalente al 31.12.2023 tra le tre possibili (68,75% dei casi).

La parte acquirente dell'azienda familiare può essere un partner industriale oppure un investitore finanziario. Tra le imprese familiari che sono state interessate dalla cessione del controllo ad un altro soggetto prevale l'ingresso del partner industriale piuttosto che un investitore finanziario (il 62,1% dei casi). Invece, tra le aziende familiari che non hanno ceduto il controllo ma effettuato esclusivamente operazioni di minoranza solo il 48,4% di queste ha ceduto a partner industriali, prevalendo dunque l'apertura del capitale ad un socio finanziario (Fabio Quarato 2025).

La *Tabella 3* evidenzia la variazione di alcuni indicatori economico-patrimoniali conseguenti all'apertura del capitale da parte delle aziende familiari.

Tabella 3. Analisi delle performance delle aziende italiane dopo l'apertura del capitale

Variabile dipendente (%)	Op. minoranza	Quotazione	Cessione del controllo
ROI	+0,48	+0,54	-1,40
Crescita del fatturato	+1,36	+3,0	+0,09
Crescita immobilizzazioni	+1,8	+6,7	+3,3

Fonte: Elaborazione personale basata su presentazione XVI Osservatorio AUB.

La cessione di quote di minoranza e, soprattutto, la quotazione si accompagnano generalmente ad un miglioramento della performance, espressa in termini di ROI, variazione del fatturato e del tasso di crescita delle immobilizzazioni. Invece, le aziende che hanno ceduto il controllo hanno registrato un calo dell'indicatore di redditività ROI del -1,40% e un incremento contenuto del fatturato +0,09%.

Tuttavia, si registra una crescita sostanzialmente significativa del tasso di crescita delle immobilizzazioni, che segnala forti investimenti (a partire dall'anno di apertura di capitale) rispetto alla media nazionale dell'Osservatorio AUB; nel report sottolinea che *«in particolare, l'effetto sugli investimenti risulta amplificato in presenza di un partner finanziario (sia nelle operazioni di minoranza che in quelle di cessione del controllo)»* (Fabio Quarato 2025).

Sebbene l'apertura del capitale determini effettivamente una perdita di influenza della famiglia sull'azienda, questa soluzione può anche costituire un'occasione di sviluppo sostenibile e il rafforzamento della competitività a lungo termine. I risultati dell'Osservatorio certificano come due delle tre tipologie di apertura del capitale (l'ingresso di investitori di minoranza nel capitale, soprattutto se di natura industriale, e la quotazione in borsa) aiutano a guadagnare in termini di redditività operativa, accelerano la crescita e favoriscono l'internazionalizzazione, ma senza perdere il controllo della società nel caso di un'operazione di minoranza.

Capitolo IV Letteratura sulla valutazione delle performance post-M&A

La letteratura economica sulle operazioni M&A si suddivide tradizionalmente in due grandi aree, le quali rispecchiano due diversi approcci adottati per trattare l'argomento. La prima branca riguarda gli studi finanziari, che trattano il fenomeno M&A secondo un orientamento basato sui mercati finanziari, mentre la seconda è quella dell'economia industriale, che privilegia la relazione che lega le operazioni di fusioni e acquisizioni all'azienda.

È altresì opportuno segnalare come, negli ultimi anni, si sia diffuso un approccio di trattazione che si concentra anche sulle implicazioni a livello comportamento-organizzativo aziendale.

4.1 Gli studi finanziari

Le operazioni di M&A risultano essere una delle prime materie sottoposte ad analisi quantitativa nell'ambito dell'Economia Industriale. Il primissimo contributo empirico sull'argomento fu pubblicato nel 1935 sul *Quarterly Journal of Economics* da Livermore (Livermore 1935).

A partire dagli anni successivi, l'argomento è stato trattato sia da un punto di vista descrittivo sia attraverso la costruzione di modelli econometrici finalizzati ad analizzare gli effetti, le cause e le conseguenze che ne derivano. Gli approfondimenti più significativi riguardano l'impatto sui mercati finanziari, l'aggregazione di risorse, la redditività e le conseguenze per gli stakeholders aziendali.

L'approccio finanziario esamina le fusioni e le acquisizioni di imprese sostanzialmente come operazioni finanziarie. Gli economisti che seguono questo filone misurano i riflessi che le M&A procurano mediante la valutazione dell'impatto sul prezzo delle azioni, in genere durante una ristretta finestra temporale intorno alla data dell'annuncio dell'operazione. Questa metodologia, tuttavia, presenta due difetti:

1. Non si occupa in maniera corposa del processo di gestione delle acquisizioni, che si svolge dopo che la transazione viene completata.
2. Si focalizza solo sui prezzi delle azioni durante un breve periodo, di solito non più di un mese prima e dopo l'annuncio dell'acquisizione.

A questi due punti se ne può aggiungere un terzo, ovvero che questo approccio si limita alle sole transazioni delle società offerenti quotate nei mercati finanziari.

La grandezza principale esaminata dagli studiosi che si occupano di finanza è il prezzo delle azioni. Esistono due approcci di finanza che studiano le operazioni M&A, che non si differenziano per i dati utilizzati (il prezzo delle azioni), ma piuttosto per il modo in cui questi dati vengono analizzati.

La metodologia più utilizzata è quella denominata “*event studies*”, che mira a determinare gli impatti delle operazioni di fusione e acquisizione sul corso azionario come risultato dell'eccesso o dell'anomalia dei rendimenti borsistici in seguito all'annuncio della potenziale transazione in termini di creazione o distruzione di valore.

Si tratta di una teoria che presuppone due ipotesi rigorose:

- 1) i mercati finanziari sono efficienti, quantomeno in forma “semi-forte”, ossia i prezzi delle azioni incorporano già tutte le informazioni disponibili al pubblico. Di conseguenza, questo implica che le società target non sono costantemente sottovalutate, e quindi qualsiasi variazione di prezzo che si può osservare dopo l'annuncio di una possibile acquisizione riflette già le aspettative aggiornate sugli utili futuri delle società.
- 2) i titoli azionari sono in grado di prevedere i prezzi futuri in maniera non distorta, quindi il mercato quota correttamente i prezzi senza commettere errori costanti nel tempo. Per questo motivo, gli studiosi di finanza straordinaria si concentrano soprattutto sulle variazioni di prezzo a breve termine.

La metodologia del ramo finanza alternativa, invece, consiste nel condurre un'analisi comparativa tra la performance pre e post transazione finanziaria della società coinvolta nell'operazione M&A rispetto ad un gruppo di controllo costituito da altre società non impegnate in questo tipo di operazioni.

In ogni caso, la maggior parte degli economisti di questo filone finanziario converge alla conclusione secondo cui le operazioni M&A generano risvolti positivi per le imprese coinvolte, le quali ricavano profitti. Ad esempio, secondo Jensen & Ruback le imprese acquisite approssimativamente ottengono il 20% in caso di fusioni e il 30% in caso di offerte pubbliche di acquisto (Richard S. Ruback 1983).

Tra le ricerche pubblicate in merito alle conseguenze derivanti da fusioni e acquisizioni sull'andamento del mercato azionario è possibile citare quella di Richard J. Rosen intitolata *Merger Momentum and Investor Sentiment: The Stock Market Reaction to Merger*, pubblicata nel 2006 sulla rivista *The Journal of Business*. Affinché si possa

comprendere la portata di questo studio si rende necessario partire dal presupposto secondo cui il contesto in cui avviene un M&A è determinante; se ci si trova in un momento storico di generale ottimismo, il mercato reagisce in modo euforico alle fusioni, premiandole (Rosen 2006).

Tuttavia, prendendo in considerazione i rendimenti nel lungo periodo di società coinvolte in fusioni annunciate nei cosiddetti “*Hot merger markets*”, J. Rosen evidenzia come questi risultino essere inferiori. Ciò ha portato l’autore a concentrarsi sulla possibilità che, in periodi di ottimismo generale, tali acquisizioni vengano effettuate per ragioni manageriali o a causa di un eccesso di ottimismo piuttosto che per un reale valore strategico evidenziando come le fusioni che vengono effettuate negli *hot merger markets* nel lungo termine distruggano valore per gli azionisti, senza creare reali sinergie. L'autore si dedica alla costruzione di due modelli per giungere alle conclusioni sopra descritte, studiando un campione di 6.259 fusioni annunciate tra gli anni 1982 e 2001, selezionate sulla base di alcuni filtri al fine di evitare distorsioni⁵.

Il primo modello si concentra sulla reazione a breve termine ponendo come variabile dipendente il CAAR (*Cumulative Abnormal Announcement Return*), considerato, in questo specifico caso, nei cinque giorni successivi alla fusione. Per quanto concerne il lungo termine la variabile dipendente è BHAR (*Buy-and-Hold Abnormal Return*), che misura il rendimento anomalo a tre anni dall’annuncio.

Viene utilizzato lo stesso set di regressori in entrambi i modelli al fine di effettuare il test per il *reversal effect*, ossia: il *Merger Market Momentum*, lo *Stock Market Momentum*, il *Firm-specific Momentum*, la numerosità di fusioni fatte negli ultimi tre anni e altre variabili di controllo di tipo qualitativo (dimensione aziendale, settore, etc.) e finanziario (indici di bilancio e grandezze economico-patrimoniali).

L'analisi econometrica rivela l'esistenza del *Momentum delle fusioni* (maggiore crescita nella fase iniziale dei mercati “caldi”), pur dimostrando che, nel medio periodo, i rendimenti diminuiscono per le fusioni annunciate durante le fasi di massimo entusiasmo.

⁵ Solo fusioni dove l’acquirente compra almeno il 50% della società target, arrivando almeno al 90% di proprietà. Sono escluse le acquisizioni gradualistiche. Sono escluse le offerte ostili. Il target deve essere almeno il 10% della dimensione dell’acquirente (per escludere fusioni troppo piccole per avere impatto significativo). Vengono eliminati outlier nei dati finanziari (aziende con valori estremi di equity, ROA, etc.).

Da ciò emerge che l'ottimismo del mercato conduce a ipervalutazioni, che poi si correggono con il trascorrere del tempo (Rosen 2006).

Un altro contributo che adotta un approccio finanziario è quello del 2017 di Bianconi Marcelo e Chih Ming Tan, intitolato *Evaluating the Instantaneous and Medium-Run Impact of Mergers and Acquisitions on Firm Value*, in cui viene analizzato l'impatto delle fusioni e acquisizioni sul valore dell'impresa, espresso in termini di Enterprise Value. La ricerca dei due autori si concentra sulle conseguenze immediate (a breve termine) e su quelle a medio termine (Marcelo Bianconi 2019).

Il lavoro analizza 65.521 transazioni globali di fusione e acquisizione nel periodo 2000-2010 nei settori delle comunicazioni, della tecnologia, dell'energia e dei servizi di pubblica utilità. Gli autori considerano il rapporto tra valore d'impresa ed EBITDA (EV/EBITDA) un parametro chiave della valutazione dell'azienda, in quanto è il multiplo utilizzato dagli investitori per determinare la valutazione delle imprese.

Il metodo elaborato dai due economisti prevede la costruzione di una regressione data panel che adotta l'approccio *Difference-in-Differences* (DiD) per individuare eventuali effetti causali delle fusioni e acquisizioni confrontando la performance dell'impresa prima e dopo l'operazione, applicando il *Propensity Score Matching* (PSM)⁶ per limitare la distorsione nella selezione degli studi osservazionali, permettendo di stimare gli effetti casuali in modo più rigoroso, in tal caso grazie all'abbinamento con imprese comparabili non coinvolte in queste operazioni di finanza straordinaria.

Le principali variabili di controllo inserite come regressori sono il rapporto prezzo/vendite, il rapporto di indebitamento e il rapporto tra prezzo di mercato e valore contabile.

Le conclusioni a cui giungono i due autori sono le seguenti:

1. Si può rilevare un incremento del valore dell'azienda, espresso in termini di EV/EBITDA nel momento immediatamente successivo alla diffusione della notizia, che però è solo temporaneo. Si può quindi osservare dunque un prezzo del titolo sovrastimato rispetto al reale valore e un EV inflazionato; tale impatto è particolarmente marcato nei settori delle comunicazioni e della tecnologia;

⁶ il Propensity Score Matching è stato introdotto da Rosenbaum e Rubin nel loro lavoro empirico *The central role of the propensity score in observational studies for causal effects* (1983).

2. Nel medio termine (3 anni), tuttavia, si assiste a un'inversione di tendenza derivante dal fatto che l'EBITDA cresce meno che proporzionalmente rispetto all'EV, portando ad una consistente flessione del prezzo rispetto all'euforia iniziale. L'inversione di rotta è particolarmente pronunciata nelle imprese ad alta intensità di tecnologia. Confrontando l'output della regressione, si verifica che l'EV/EBITDA delle società che hanno effettuato operazioni M&A è diminuito di 1,81 punti rispetto alle altre società e, tenuto conto che la media del campione di EV/EBITDA è di 18,22, si tratta di un calo che è di circa al 10%.
3. È possibile che il fenomeno osservato possa incentivare le imprese a adottare strategie di sviluppo tramite M&A solo allo scopo di gonfiare il prezzo del titolo in borsa, senza che alla base ci sia una solida progettualità nell'aderire a politiche di finanza straordinaria di questa tipologia (Marcelo Bianconi 2019).

Questa evidenza empirica è in pieno accordo con quanto affermato nell'articolo che Agrawal & Jaffe hanno definito nel 2000 *The "Post-Merger Performance Puzzle"*, che si riferisce al comportamento osservato nel tempo delle imprese che aderiscono a progetti di fusione, secondo cui nel breve periodo si riscontra un incremento delle performance aziendali dopo il passaggio di M&A, per poi decrescere generalmente in termini di rendimento su un orizzonte temporale più lungo.

Questa considerazione conferma ancora una volta, qualora ce ne fosse bisogno, che le operazioni di M&A non garantiscono di per sé una crescita del valore aziendale, bensì sia necessario favorire l'integrazione affinché i benefici si materializzino.

Le imprese devono prevenire il danno che potrebbero subire in una prospettiva di lungo periodo, adottando una serie di accorgimenti e di procedure volte a consolidare la realtà aziendale:

- Condurre un'accurata due diligence preliminare all'acquisizione di un'altra realtà aziendale.
- Non pagare un prezzo eccessivo della transazione sotto il profilo finanziario, in quanto si tradurrà in una sottoperformance a lungo termine.
- Organizzare una chiara strategia di integrazione post-operazione per allineare le culture aziendali e i processi operativi.
- Puntare sulla creazione di valore a lungo termine piuttosto che preoccuparsi principalmente delle oscillazioni di prezzo delle azioni a breve termine.

- Ricorrere a un mix di finanziamenti in contanti e in azioni come modalità di pagamento della transazione, per ridurre i rischi di diluizione eccessiva e di sopravvalutazione. Ciò permette di bilanciare le finanze, evitando di usare troppa liquidità e limitando l'eccessiva emissione di nuove azioni, che potrebbe svalutare il titolo (Anup Agrawal 2000).

4.2 Gli studi dell'organizzazione industriale

Gli studi di *Industrial Organization*, invece, affrontano le operazioni M&A in maniera più estesa, da più prospettive, che non sono prettamente legate al mondo della finanza. In particolare, si sviluppano ampie analisi dedicate maggiormente all'impatto in termini di redditività, produttività e crescita.

La base dati utilizzata dagli autori appartenenti a questo secondo filone si basa su valori di bilancio, riclassificazioni finanziarie che possono essere sviluppare e indici di bilancio che possono essere derivati dai dati contabili originali. Questo aspetto è al tempo stesso un vantaggio e un limite, poiché da un lato permette di fare analisi e ricerche anche su società non quotate sui mercati finanziari, ma al tempo stesso può portare a sottostimare il reale valore di mercato delle società nelle condizioni economiche generali in cui operano.

A differenza del filone finanziario, il più delle volte gli economisti dell'Economia industriale giungono all'amara conclusione che le fusioni e acquisizioni tra imprese peggiorano la redditività⁷.

Appartiene a questo filone il paper del 2003 di Klaus Gugler, Dennis C. Mueller, B. Burcin Yurtoglu e Christine Zulehner intitolato *The Effects of Mergers: An International Comparison*, pubblicato sul *International Journal of Industrial Organization*, in cui vengono analizzati gli effetti di un numero considerevole di fusioni avvenute a livello globale negli ultimi 15 anni, confrontando i risultati aziendali in termini di redditività e ricavi delle società partecipanti alla fusione rispetto a gruppi di controllo di società che non si sono fuse.

⁷ In realtà esistono economisti che hanno prodotto lavori empirici che riportano performance positive delle imprese coinvolte in operazioni di fusione, come quello di Cosh, Hughes & Singh (1980).

I risultati del modello mostrano che in media, in tutti i Paesi, le fusioni determinano un aumento significativo dei profitti, definiti nel modello in termini di EBIT (Earnings Before Interest and Taxes).

Mueller ha progettato un modello econometrico per valutare gli effetti sulle fusioni utilizzando come benchmark aziende simili, le quali costituiscono il gruppo di controllo. L'analisi comparativa è possibile calcolando la differenza di EBIT e ricavi delle vendite ottenuti post-fusione rispetto a quelli previsti sulla base del gruppo di controllo (Klaus Gugler 2003).

La previsione è basata sulla variazione dell'EBIT e delle vendite delle aziende del benchmark e sulla performance storica delle imprese acquisite prima della fusione.

I risultati ottenuti come output sono i seguenti:

- Le fusioni impattano positivamente sui profitti societari, espressi da Mueller in termini di EBIT, il quale rappresenta un fondamentale margine aziendale. La principale fonte di miglioramento può derivare alternativamente dal maggior potere contrattuale nel mercato in cui si opera oppure da efficienze. La prima causa potrebbe essere una spiegazione più probabile per le grandi imprese, mentre l'aumento dell'efficienza può essere una spiegazione plausibile per le imprese più piccole.
- L'andamento in certe realtà tuttavia è differente: ci sono fusioni che impattano negativamente sull'EBIT e sull'efficienza;
- Le fusioni comportano una riduzione delle vendite delle società partecipanti alla fusione.
- Non sembrano emergere delle differenze sostanziali tra le fusioni effettuate nel territorio nazionale rispetto a quelle con società estere, nonostante le seconde siano più complicate da gestire poiché ci sono peculiarità intrinseche alle diverse culture e normative vigenti nei Paesi differenti.

Pertanto, le fusioni non portano sempre a miglioramenti dell'EBIT e dell'efficienza, in contrasto rispettivi alle teorie secondo cui le fusioni generano sempre valore per l'economia reale e per gli azionisti (Klaus Gugler 2003).

Un altro articolo di ricerca da esaminare è *Meta-analyses of Post-Acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators*, di David R. King. Questo paper, pubblicato nel 2003 nello *Strategic Management Journal*, presenta una meta-analisi della

letteratura sul tema della performance post-acquisizione con lo scopo di stimare l'effetto delle variabili più comunemente utilizzate sulle imprese acquirenti.

L'obiettivo consiste nel determinare se queste variabili siano in grado di predire in maniera significativa il successo dell'operazione M&A e di identificare potenziali variabili rimaste inutilizzate capaci però di incidere sui risultati post-transazione. La meta-analisi riguarda 93 studi empirici contenenti 852 dimensioni di effetto su 206.910 osservazioni di società che coprono sostanzialmente la storia delle fusioni e acquisizioni dal 1921 al 2002. Si considerano sia le misure di performance basate sul mercato borsistico (rendimenti anomali) che quelle registrate in ambito contabile e di bilancio (R.O.A, R.O.E, R.O.S). Pertanto, questo studio abbraccia sia l'approccio finanziario che quello industriale, unendo in un certo senso i due filoni.

Vengono utilizzate molteplici finestre di riferimento (da 1 giorno a più di 3 anni) per misurare le fluttuazioni della performance nel periodo di riferimento.

Lo studio giunge alla seguente amara conclusione: il miglioramento delle prestazioni delle acquisizioni non è consistente e dimostra che, in media, le società acquirenti non realizzano un sensibile incremento delle loro performance in seguito delle fusioni e acquisizioni. Addirittura, la performance post-operazione si presenta leggermente negativa, in contrapposizione all'auspicio secondo cui le fusioni e le acquisizioni producano valore in favore delle società acquirenti (Major David R. King 2003).

Le operazioni M&A, dunque, non sono un metodo sicuro di creazione di valore e i manager dovrebbero mantenere un certo scetticismo circa le sinergie realizzabili. Tale aspetto, si ricollega all'*Hubris Hypothesis* discussa nel Capitolo II, in cui si è messo in evidenza il ruolo ancora più decisivo del top management nelle scelte di finanza straordinaria, e a quanto si approfondisce nel paragrafo successivo.

Le società dovrebbero delineare le modalità e i presupposti con cui un'acquisizione genererà plusvalore prima di avviare l'operazione. Se le società acquirenti non fossero in grado di indicare in termini espliciti i benefici di un'operazione, allora dovrebbero rivalutare i frutti che queste particolari operazioni di finanza straordinaria generano.

Le variabili più frequentemente analizzate non riescono a giustificare le differenze di performance; tra queste possiamo considerare: le acquisizioni conglomerali (acquisto di aziende non correlate), le acquisizioni correlate (acquisto di aziende dello stesso settore),

il metodo di pagamento (contanti o azioni), l'esperienza di acquisizione (precedenti attività di fusione e acquisizione da parte dell'acquirente).

King dimostra che nessun fattore consente di determinare in modo attendibile la performance post-acquisizione, indicando che le precedenti analisi abbiano trascurato le variabili chiave di moderazione. Dunque, la meta-analisi indica che le M&A non contribuiscono sistematicamente a rafforzare la performance finanziaria delle società acquirenti. Inoltre, lascia intendere che siano variabili di moderazione sconosciute, più che i fattori solitamente studiati come l'appartenenza ad un settore o il metodo di pagamento, a determinarne il successo post-acquisizione.

In aggiunta a tale risultato, King approfondisce la tematica sul piano dei mercati finanziari. L'autore analizza la risposta del mercato a breve termine e la performance a lungo termine, sia per le società acquisite che per quelle acquirenti.

Il primo giorno dell'annuncio, entrambe ottengono ritorni di borsa anormali positivi (rispettivamente 0,70 e 0,09). Nel lungo periodo (oltre tre anni), tuttavia, i rendimenti delle imprese acquirenti diventano addirittura negativi o non significativi, a testimonianza del mancato sviluppo delle sinergie auspiccate. Ciò è pienamente in armonia con le conclusioni cui è giunto Rosen nell'articolo di ricerca previamente discusso (Major David R. King 2003).

King effettua anche delle considerazioni che si traducono in una critica costruttiva ai modelli econometrici implementati fino ai primi anni 2000, con l'obiettivo di raccomandare approfondimenti futuri incentrati su elementi definiti da King "moderatori non definiti", come la cultura dell'impresa, le strategie di integrazione e l'efficacia della leadership, a sostegno delle variabili di tipo qualitativo e quantitativo considerate finora. La considerazione di queste nuove variabili di controllo può essere di supporto per delineare un quadro più completo del successo post-acquisizione. Si riflette dunque sull'esigenza di sviluppare nuove teorie e metodi di ricerca innovativi, poiché si sostiene che le sinergie sono un concetto probabilmente troppo indefinito per riuscire a spiegare la performance post-acquisizione. La prospettiva di ricerca richiede di focalizzarsi sullo studio del rapporto tra le risorse dell'impresa acquirente e quelle dell'impresa target e sulla capacità di assorbimento tra le due entità prima distinte, le quali post operazione necessitano di una notevole capacità di integrare e utilizzare gli asset aziendali uniti.

4.3 Gli studi comportamento-organizzativi e l'importanza del processo di integrazione

Tutti gli approcci visti finora, tuttavia, non adottano una prospettiva di processo e non si concentrano sulle variabili intraziendali, senza esaminare queste variabili nel contesto della gestione strategica dell'azienda. Solo King si sofferma sulla necessità di approfondire e studiare altre variabili di controllo interne all'azienda che possono influenzare la realizzazione delle sinergie.

Questa problematica, in realtà, è stata esaminata già prima degli anni 2000 da Haspeslagh e Jemison. In particolare, nel loro articolo del 1991 intitolato “*Making acquisitions work*”, i due professori, servendosi dei loro anni di ricerca ed esperienza a contatto con società acquisitive di molti Paesi, identificano quali siano le sfide di *managing acquisition* e le strategie con cui i managers possono attingere alle operazioni di M&A per contribuire alla crescita o alla ristrutturazione aziendale.

Una delle questioni cruciali da approfondire è quella relativa al funzionamento delle operazioni M&A al termine della transazione e del trasferimento di proprietà. A posteriori si possono osservare alcune *legal entity* che sono in grado di fornire una guida agli sforzi di integrazione, mentre altre società sembrano in difficoltà in questo senso.

Gli studi di Jemison e Haspeslagh forniscono una comprensione approfondita del processo decisionale e delle sfide dell'integrazione post-acquisizione.

Le difficoltà di integrazione, come i cambiamenti a livello organizzativo e culturale, le differenze negli approcci manageriali e le disfunzioni nei sistemi tecnologici, possono compromettere le performance a lungo termine delle transazioni M&A. Le loro ricerche porta i due professori a sviluppare un approccio basato sulle condizioni e sulle capacità manageriali aziendali necessarie affinché un'acquisizione generi valore nel concreto. Come già discusso, nel caso dell'integrazione strategica, l'esistenza di sinergie tra le aziende dovrebbe teoricamente avvantaggiarle rendendole più redditizie e più forti; l'auspicio è quello di una crescita più rapida rispetto a quella che si registrava prima dell'operazione di M&A (Haspeslagh 1991).

La creazione di valore derivante da operazioni M&A dipende anche dalle capacità manageriali di gestire il processo decisionale, e ancor più, dal processo di integrazione. La determinazione e la corretta circoscrizione dei fattori di allineamento strategico e di

quelli di armonizzazione aziendale condizionano il valore potenziale che un'acquisizione può apportare alla società acquirente di una M&A.

Haspeslagh e Jemison affermano nella loro ricerca che queste capacità manageriali possono essere in un certo senso sviluppate e migliorate attraverso un “*two-pronged approach*”, ossia tramite un duplice approccio: da un lato, creando un contesto favorevole in cui la strategia di sviluppo del business possa essere realizzata; dall'altro, adottando una mentalità che valorizzi il contributo delle acquisizioni, favorendo l'apprendimento e l'integrazione di nuove competenze.

Le acquisizioni possono rappresentare una fonte di rinnovamento cruciale per crescere rispetto ai concorrenti, ad un ritmo esponenziale ed inaccessibile rispetto a quello che può avvenire internamente. La ricerca di Haspeslagh e Jemison suggerisce che i manager che propendono per la crescita esterna con politiche M&A devono affrontare quattro sfide comuni:

1. Assicurarsi che le operazioni M&A apportino nuove capacità non ottenibili attraverso partnership o alleanze strategiche, coerentemente con la *vision* aziendale complessiva.
2. Sviluppare un processo decisionale pre-M&A che permetta di vagliare le sole opportunità ritenute interessanti, facendo la cernita di quelle più adeguate in base alle informazioni in proprio possesso, nonostante le asimmetrie informative, e scartando qualsiasi potenziale acquisizione che non abbia alla base una solida giustificazione alle spalle.
3. Gestire il processo di integrazione per creare il valore potenziale identificato durante la progettazione dell'operazione.
4. Promuovere sia l'apprendimento specifico dell'acquisizione che un più ampio apprendimento organizzativo derivante dalle operazioni di M&A.

Alcune operazioni M&A vengono effettuate perché molti manager non si soffermano sul modo in cui il loro processo decisionale ha influenzato sia le opportunità da reputare interessanti sia quelle da scegliere, bensì si limitano ad elaborare una giustificazione che, se supportata da un numero sufficiente di figure di spicco, appare convincente. Alle volte può addirittura accadere una situazione paradossale in cui diverse figure influenti e di spicco si ritrovano d'accordo nel procedere con un'operazione M&A, ma ognuna di loro sostiene l'azione per motivazioni diverse dalle altre; in tali situazioni vale la pena

sottolineare la centralità della comunicazione, che rimane un importantissimo principio per la direzione strategica aziendale.

Il dibattito sulle possibili sinergie e sul percorso di integrazione è un tema che il management di una società acquisitiva deve trattare a fondo e non solo superficialmente, anche se spesso si ricade nell'errore di limitare la discussione a un solo profilo dell'M&A: il prezzo della transazione finanziaria.

Richiamando questo aspetto, Haspeslagh e Jemison sottolineano quindi che, sebbene i manager prospettino inizialmente alcune opportunità di investimento in imprese con buone intenzioni iniziali, ossia come opportunità strategiche di crescita, spesso finiscono per commettere l'errore di limitare l'analisi delle possibili operazioni attivabili al solo prezzo dell'operazione, adottando una visione miope e senza un'adeguata pianificazione strategica alle spalle (Haspeslagh 1991).

La sfida per i manager preparati è quella di impostare un processo decisionale in cui l'elemento centrale deve essere la decisione aziendale, che deve essere supportata per tutta la durata del processo M&A. Infatti, anche la due diligence, di cui si è discusso nel Capitolo I, non deve rappresentare un ostacolo tale da impedire la realizzazione di un'operazione veramente strategica, bensì i professionisti che se ne occupano devono considerare i benefici e le concrete sinergie effettive che impattano sul prezzo della transazione.

La durata del processo decisionale dipende dalle circostanze e dal susseguirsi di informazioni che emergono nel tempo. Le motivazioni e i dubbi degli attori chiave devono essere chiariti, per non ricadere in situazioni ambigue che potrebbero minacciare il completamento delle operazioni.

Molte opportunità di acquisizione possono sembrare vincenti sulla carta. Nonostante l'attrattiva dell'investimento, la creazione di valore può avvenire solo a transazione compiuta, quando dovrebbe iniziare una fase di collaborazione che si concretizza sottoforma di trasferimento di conoscenze e competenze tra le due organizzazioni, che devono lavorare insieme per realizzare le sinergie potenziali derivanti dal processo di integrazione.

Secondo quanto sostenuto da Haspeslagh e Jemison, le società commettono due errori nella fase di integrazione post-M&A:

- Si impongono di percorrere un percorso predefinito, ma in questo modo rischiano di ricadere in un piano troppo rigido e poco flessibile per consentire alla nuova entità integrata di adattarsi alle circostanze quotidiane che si trova ad affrontare;
- Per ridurre la resistenza e le interruzioni, alcune aziende optano per non apportare modifiche significative all'organizzazione acquisita. Cambiare il meno possibile può apparire una scelta facile e conservativa, ma può al tempo stesso danneggiare i benefici strategici e operativi dell'integrazione.

L'integrazione deve essere un processo equilibrato, che non deve indurre nell'errore di essere né un'imposizione rigida né deve bloccare il cambiamento. Pertanto, è necessario che venga adottato un approccio flessibile che favorisca la collaborazione del singolo soggetto economico. La chiave dell'integrazione, quindi, sta nel coinvolgere le persone giuste e nel bilanciare del cambiamento mantenendo intatta la realizzazione dell'obiettivo strategico dell'operazione.

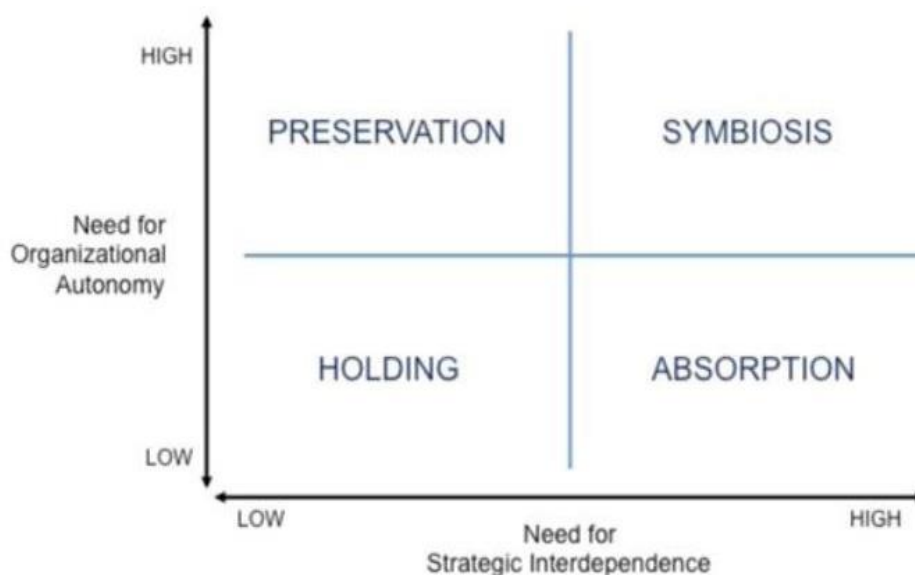
Per realizzare in modo efficace il trasferimento di know-how e risorse, dunque, è necessario creare un'ambiente di lavoro volto a creare le migliori condizioni che consentano ai manager di entrambe le imprese prese singolarmente prima dell'operazione, ora unite, di sviluppare una reciproca comprensione dell'altra impresa, andando alla scoperta delle sinergie condivisibili. Affinché ciò avvenga, occorre che siano anche i manager dei livelli operativi a lavorare in tal senso. Ad esempio, nel caso di un'acquisizione in cui la società acquirente sia di dimensioni molto più grandi rispetto all'impresa target acquisita, i manager operativi di entrambe le parti dovranno essere capaci di raggiungere compromessi sull'apparato interno delle procedure e regolamenti aziendali: presumibilmente saranno i manager operativi della target acquisita a dover essere abili nel trasmettere la capacità di adattarsi alle procedure e i regolamenti dapprima sconosciute alla realtà piccola, altrimenti chi detiene il controllo potrebbe procedere alla sostituzione degli stessi. Allo stesso tempo i manager operativi della società più grande dovranno capire fino a che punto possono allentare alcuni approcci procedurali e adattarli alla struttura più piccola.

Tuttavia, le operazioni M&A non riguardano solo il trasferimento di capacità ma anche la conservazione delle capacità esistenti, alcune delle quali sono incorporate nella cultura aziendale della società acquirente. Sulla base di questa intuizione, Haspeslagh e Jemison hanno sviluppato un modello che enfatizza due dimensioni da tenere in considerazione:

1. Il grado di interdipendenza strategica desiderato tra la società acquirente e l'impresa.
2. La necessità di mantenere un certo grado di autonomia organizzativa della società acquisita.

Non esiste un'unica strategia di integrazione valida per tutte le operazioni di M&A; piuttosto, bisogna essere in grado di bilanciare queste due dimensioni al fine di non distruggere il valore della società acquisita e al tempo stesso per non perdere l'emergere di sinergie e opportunità di crescita congiunta, minate dalla concessione di troppa autonomia lasciata alla società acquisita.

Figura 3. Matrice di integrazione



Fonte: Haspeagh P.C., Jemison D. B., 1991, *Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal*.

La combinazione delle due dimensioni, corrispondenti ai due assi del grafico illustrato nella *Figura 3*, può essere riprodotta in una matrice che genera quattro categorie di acquisizioni:

- *Absorption acquisitions*, caratterizzate da un elevato grado di interdipendenza e un basso livello di autonomia organizzativa lasciata alla società acquisita. Questo è, di solito, il caso in cui di due società di dimensione diverse, una molto più grande che occupa una posizione dominante rispetto all'altra, sfruttano sinergie operative significative.

- *Preservation acquisitions*, contraddistinte da una scarsa interdipendenza tra le imprese e un'elevata autonomia concessa all'azienda acquisita. Questo approccio è tipicamente utilizzato dai fondi di private equity quando assumono la proprietà di imprese.
- *Symbiotic acquisitions*, in cui vi è sia un alto grado di interdipendenza che di autonomia organizzativa. Si tratta solitamente di due aziende di dimensioni simili che collaborano e si scambiano *know-how* sostenendosi a vicenda.
- *Holding*, si tratta di una categoria residuale in cui si combinano bassa interdipendenza e bassa autonomia. Questo gruppo descrive efficacemente una holding e non richiede integrazione. Questo è il caso di una holding finanziaria o familiare che investe in un'impresa al fine di diversificare le risorse finanziarie.

Capitolo V Il campione di analisi

5.1 Scopo dell'analisi e raccolta dei dati

L'obiettivo della ricerca consiste nello stimare gli effetti che producono le operazioni M&A sulle performance operative delle *bidder companies*.

Si sono già discussi alcuni dei principali approfondimenti econometrici nel Capitolo IV, se ne propone ora uno contestualizzato all'Italia contemporanea, per esaminare se effettuando uno studio quantitativo si possa giungere a conclusioni assimilabili o, eventualmente, si possano aggiungere alcune considerazioni specifiche delle operazioni di fusioni e acquisizioni nel nostro Paese.

Si è deciso di studiare specificamente l'effetto M&A sulle *bidder companies*, ossia le società offerenti. In particolare, una delle ragioni che hanno portato alla scelta di concentrarsi su di esse piuttosto che sulle società target, ossia quelle acquisite, è legata alla disponibilità dei dati; non di rado, infatti, questa specifica operazione di finanza straordinaria può comportare la perdita dell'identità giuridica della società target coinvolta, e quindi la rintracciabilità di dati finanziari post M&A di una società che viene meno non è reperibile facilmente. Questa problematica è tanto più accentuata nel caso di fusione piuttosto che nelle acquisizioni. Infatti, sia nel caso di fusione per incorporazione che fusione per unione almeno una *legal entity* viene chiusa e non sarà più tenuta a redigere il bilancio d'esercizio per gli anni successivi all'evento di fusione⁸.

Lo scopo di questo lavoro è quello di individuare quali siano le variabili chiave che impattano sulle performance operative, cercando in particolare di isolare l'effetto M&A nel modello che dovrebbe rappresentare il valore effettivo che queste operazioni di fusioni e acquisizioni portano in termini di performance operativa per le società acquirenti.

La letteratura economica è ricca di modelli econometrici sviluppati nel corso degli anni che cercano di valutare l'efficienza della performance operativa delle imprese coinvolte in operazioni di finanza straordinaria confrontandole rispetto a società concorrenti che non hanno intrapreso questa strada.

⁸ Ad esempio, in caso di fusione per incorporazione, non è detto che nella nota integrativa della società incorporante emerga separatamente il profilo economico-patrimoniale della società incorporata, diventata post-fusione una mera divisione interna della società incorporante.

I passi fondamentali per procedere con l'analisi econometrica sono la raccolta e l'elaborazione dei dati necessari per poter inferire su dati il più possibile rappresentativi della realtà.

La raccolta dei dati è stata eseguita utilizzando Merger Market, il quale è uno dei più diffusi e conosciuti servizi di informazione finanziaria su scala globale specializzato in fusioni e acquisizioni. Questo software è particolarmente vantaggioso in quanto permette a tutti i professionisti che operano nel settore finanziario e ai consulenti di *corporate finance* che svolgono attività di *origination* e *targeting* di operazioni M&A di accedere agevolmente ad analisi di mercato e a dati e informazioni quantitative come i multipli delle transazioni recenti, che forniscono un valido supporto per capire quante volte, in media, un'impresa "gira" rispetto il proprio EBITDA. Particolarmente utile ai fini della nostra ricerca risulta essere la sezione dedicata ai *Deals*, dalla quale è possibile visualizzare e scaricare l'elenco delle operazioni M&A che soddisfano determinati filtri di ricerca inseriti dall'utente a sua scelta.

In particolare, nel modello sviluppato, i criteri iniziali applicati sono stati:

- Settore di riferimento società target: esclusi i settori Bancario, Fund management, Assicurazioni e correlati, Investment banking, Intermediazione di investimenti, Noleggio e leasing, Broker di titoli e materie prime, Fondi sovrani, Venture capital, Private equity, Servizi finanziari e Governo.
- Area geografica società target: solo Italia.
- Settore di riferimento società acquirente: esclusi i medesimi settori elencati nel primo punto per la società target.
- Area geografica società target: solo Italia
- Tipologia di società: sia la società offerente che la società target non quotate nei mercati finanziari.

Di seguito si riportano le motivazioni alla base della scelta di questi filtri:

Si è scelto di concentrare l'analisi sulle transazioni in cui entrambe le parti coinvolte sono operatori industriali, escludendo quelle che coinvolgono soggetti finanziari sia in posizione di acquirente che di target.

Tale scelta è coerente con il focus della ricerca, che mira ad accertare gli effetti che un'operazione M&A comporta in termini di performance economico-finanziaria di imprese non finanziarie, quindi industriali; non rientra dunque nelle finalità dello studio

valutare le conseguenze che una singola acquisizione effettuata da un fondo di private equity comporta sotto il profilo economico finanziario per lo stesso fondo, dato che i risultati dei fondi solitamente non dipendono da una singola società in cui partecipano, bensì da un intero pacchetto di società che compongono il portafoglio del fondo.

Si è deciso fin da subito di escludere le società quotate, per espressa volontà di inferire sulle operazioni M&A di società non quotate. La focalizzazione sulle operazioni completate tra società le cui quote o azioni non sono negoziate pubblicamente nei mercati finanziari è in linea con quanto discusso nel Capitolo III, circa la centralità delle piccole medie imprese italiane per l'economia del nostro Paese, la maggior parte delle quali sono non quotate.

L'approfondimento è stato riposto sul mercato italiano, considerando solo le transazioni avvenute tra società italiane, in quanto ciò facilita la raccolta di dati finanziari disponibili su Orbis, che rappresenta la risorsa più efficace per reperire dati quantitativi e qualitativi sulle società italiane.

Dato l'elevato numero di operazioni di fusione e acquisizione completate negli ultimi anni, si è deciso di considerare solo le transazioni avvenute tra gennaio 2017 e dicembre 2020; pertanto, sono state incluse nel campione esclusivamente le operazioni completate nel quadriennio 2017-2020.

Lo scarico iniziale comprendeva 732 operazioni osservabili avvenute nel periodo considerato, di cui 574 senza valore dichiarato in Merger Market e le restanti 158 con valore di transazione divulgato.

In ogni caso, il valore dell'operazione, esprimibile in termini di Enterprise Value o di Equity Value, non è stato utilizzato come fattore nella progettazione del modello econometrico, poiché lo studio ricerca e mira a valutare le performance economico-finanziarie piuttosto che a determinare la sovrastima o la sottostima del prezzo della transazione finanziaria connessa alle operazioni di fusione e acquisizione.

In una fase successiva, sono state escluse alcune transazioni ritenute non idonee, tra cui operazioni con acquirente sconosciuto su Merger Market e transazioni in cui l'acquirente è risultato essere un investitore privato, ossia persone fisiche, assimilabili a soggetti di natura finanziaria.

Inoltre, al fine di valutare con precisione l'impatto di ogni singola transazione sulla performance, sono state escluse dal campione le società che nell'arco del quadriennio

considerato hanno effettuato più di una transazione buy-side; questo perché risulta alquanto difficile isolare l'impatto M&A associato ad ogni singola transazione intrapresa da una medesima società sullo stesso bilancio in un periodo di tempo così limitato (quattro anni).

Rimuovendo i valori duplicati dal database in Excel, il campione si è ridotto a 547 operazioni, ciascuna associata a un'unica società acquirente osservata.

Dopo la fase di raccolta e pulizia delle società, i dati finanziari delle società acquirenti sono stati ricercati attraverso Orbis; nei casi in cui Orbis non collegava automaticamente il nome della *bidder company* indicata da Merger Market alla ragione sociale identificata al proprio interno, ci si è adoperati tramite la ricerca manuale della partita iva o del codice fiscale con cui le società sono identificate e iscritte nel Registro delle imprese.

L'eliminazione di ulteriori osservazioni dal database si è resa necessaria a causa della mancanza di dati economico-finanziari per alcune società incluse nel campione, sia per il periodo pre-M&A (il triennio precedente) che per il periodo post-M&A (il triennio successivo all'operazione).

È stato poi necessario costituire il Gruppo di controllo.

Per selezionare le società da includere in questo secondo gruppo, si è fatto ricorso alla sezione "Confronto gruppo dei pari" di Orbis, che permette di visualizzare quali sono le 10 società locali, quindi italiane nel nostro caso, più simili rispetto ad una o più società da analizzare in base al "Totale valore della produzione per l'ultimo anno disponibile", basandosi anche su classificazione settoriale NACE Rev. 2.

Per ogni impresa del Gruppo di trattamento è stata quindi selezionata una delle dieci società proposte da Orbis, includendo nel campione complessivo questa seconda lista di società che compongono il Gruppo di controllo, dopo aver verificato che le società selezionate come *peer* da Orbis non fossero già incluse nel Gruppo di trattamento e, in tal caso, sostituendole necessariamente con una delle altre nove alternative fornite dalla schermata "Confronto gruppo dei pari" di Orbis.

Dopo questi passaggi si è formato un database formato da 540 società, di cui:

- 270⁹ società che hanno compiuto operazioni di M&A buy-side (il gruppo di trattamento),

⁹ sono rimaste 270 *bidder companies* rappresentative dell'insieme di 732 operazioni M&A iniziali che rispettano i filtri selezionati, quindi poco meno di metà rispetto alle 589 *bidder companies*

- 270 società non coinvolte in operazioni di M&A buy-side (il gruppo di controllo).

In questo modo si ha un rapporto perfetto di 1 a 1 tra gruppo di trattamento e gruppo di controllo.

Sono state reperite le informazioni economico-patrimoniali ritenute essenziali mediante Orbis di tutte le società del campione complessivo, al fine di costruire un database completo con dati quantitativi certi e veritieri. Si è così costituito un ricco campione di società italiane ritenuto abbastanza grande da permettere di effettuare analisi interessanti e giungere a conclusioni per quanto attiene le operazioni M&A.

L'obiettivo del modello è di indagare l'impatto dell'operazione di M&A sulla performance aziendale, che può essere espressa in valore assoluto o sottoforma di indici di bilancio.

Si è proposto di condurre le analisi considerando gli indici di bilancio, esprimendo la variabile dipendente, che rappresenta la performance operativa, attraverso il rapporto tra EBITDA e Totale Attivo di bilancio.

Come già discusso nel Capitolo I, l'EBITDA rappresenta la principale grandezza economica che gli operatori di questo settore della finanza sono interessati a conoscere e analizzare, e proprio per tale ragione è stato scelto come numeratore della variabile dipendente.

Per ciascuna società sono state considerate le grandezze economico-patrimoniali e gli indici di bilancio dei sette esercizi contabili oggetto di interesse. I sette anni di riferimento presi per ogni società variano a seconda della data di completamento dell'operazione M&A. Ad esempio, nel caso in cui l'operazione sia stata conclusa nel 2019, gli anni considerati sono stati: 2016-2017-2018-2019-2020-2021-2022.

Di queste, metà sono relative a società coinvolte in M&A e metà no, come evincibile nella *Tabella 4*. In realtà, le osservazioni complessive sono inferiori alle 3.780 previste perché per alcune società non sono state reperite tutte le informazioni sulle grandezze economico-patrimoniali in quanto indisponibili per pochi anni; in particolare “soffrono” di tale mancanza i deal conclusi nel 2017, poiché Orbis, il portale utilizzato per la raccolta

diverse che sono state coinvolte in operazioni M&A nel periodo temporale selezionato (2017-2020).

dei dati, dispone solo parzialmente dei dati economico-finanziari dell'anno 2014. Di conseguenza, le osservazioni complessive risultano essere 3.753 osservazioni.

Tabella 4. Composizione del campione di osservazioni

M&A	Post		Totale
	0	1	
0	1.076 57,05% 50,33%	810 42,95% 50,15%	1.886 100,00% 50,25%
1	1.062 56,88% 49,67%	805 43,12% 49,85%	1.867 100,00% 49,75%
Totale	2.138 56,97% 100,00%	1.615 43,03% 100,00%	3.753 100,00% 100,00%

Fonte: Elaborazione personale su osservazioni campionarie.

La *Tabella 4* suddivide le osservazioni sulla base di due criteri: M&A e Post. Il primo criterio stabilisce se una determinata osservazione fa riferimento ad una società che ha completato operazioni M&A oppure no, mentre il secondo criterio etichetta ciascuna osservazione annuale al periodo precedente o successivo all'evento M&A.

5.2 Scelta e costruzione del modello

L'idea è quella di costruire un modello in cui l'effetto M&A sulla performance operativa emerga isolando tale impatto attraverso un'analisi comparativa con altre imprese, con il supporto del "Gruppo di controllo", contenente realtà produttive operanti nei medesimi settori delle società offerenti delle transazioni avvenute nell'Italia recente.

In concreto, si considera un panel di osservazioni in cui ci sono due periodi di tempo, uno riguardante il periodo che viene prima del trattamento (Post=0) e uno riguardante quello successivo al trattamento (Post=1), e solo alcuni dei soggetti sono stati trattati (M&A=1).

Si tratta di un approccio, chiamato *Difference-in-Differences (DiD)*, diffuso tra molti economisti che affrontano il fenomeno delle operazioni M&A sia sottoforma dei riflessi

sul mercato finanziario che sotto il profilo organizzativo-industriale¹⁰. Molti economisti basano i loro modelli quantitativi servendosi di un insieme di osservazioni non direttamente coinvolte nel fenomeno cui si vuol approfondire (Michael R. Roberts 2012). È possibile implementare questo studio basandosi sulle informazioni contenute nei bilanci pubblici, confrontando tali dati rispetto ai benchmark del settore e rilevando i possibili miglioramenti o diminuzioni dei risultati operativi riconducibili alle sinergie realizzate tra le due imprese.

Un esempio dell'applicazione dell'approccio DiD nell'ambito della finanza aziendale è quello di Bertrand and Mullainathan (2003), che studiano l'impatto della legge anti-takeover del 1987 in Arizona con l'approccio Difference-in-Differences, considerando Arizona come gruppo di trattamento e Connecticut come gruppo di controllo¹¹ (Marianne Bertrand 2003).

Il modello econometrico è stato costruito per valutare se l'impatto delle operazioni M&A sia significativo in termini di performance operative nel breve termine (finestra temporale triennale), considerando le grandezze economico-patrimoniali dei tre anni precedenti e successive all'evento M&A associate a ciascuna società.

La progettazione del modello econometrico, adottando un approccio di tipo DiD (*Difference-in-Differences Method*), permette di confrontare la variazione della performance operativa di imprese appartenenti a due gruppi differenti, prima e dopo la transazione.

Il campione è suddiviso in due gruppi:

- un Gruppo di trattamento: comprende le società acquirenti coinvolte in operazioni M&A;
- un Gruppo di controllo: composto da *peers*, cioè da società che non hanno concluso operazioni M&A (come società offerenti) nel periodo considerato.

Questa metodologia ha lo scopo di mettere in evidenza eventuali scostamenti degni di nota nei risultati economico-finanziari che si verificano tra i due gruppi tra il periodo precedente e quello successivo al trattamento, ossia l'evento M&A.

¹⁰ Nel paper “*Evaluating the Instantaneous and Medium-Run Impact of Mergers and Acquisitions on Firm Value*” viene utilizzato questo approccio (Marcelo Bianconi 2019).

¹¹ Per un approfondimento si rimanda a *Endogeneity in empirical corporate finance*, di Michael R. Roberts e Toni M. Whited (Michael R. Roberts 2012).

Essa contribuisce ad attenuare il pericolo del fenomeno della cosiddetta “selezione endogena”, ossia il fatto che le imprese che compiono operazioni di M&A siano in realtà fondamentalmente diverse rispetto a coloro che non le praticano.

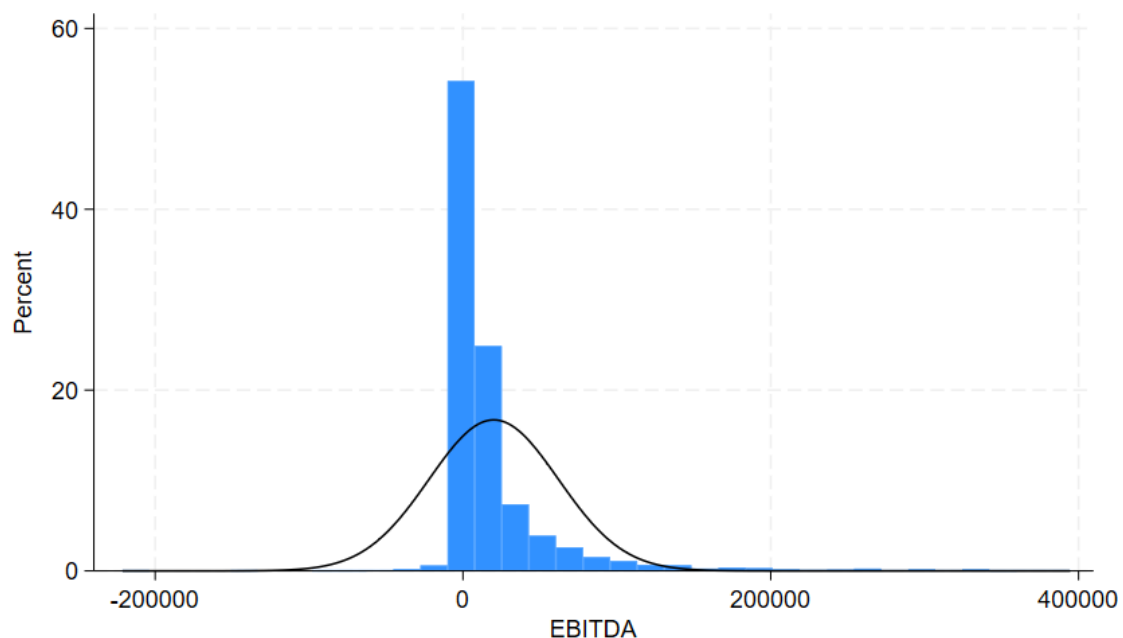
5.3 Analisi descrittiva e test di significatività

Di seguito vengono presentate le principali caratteristiche descrittive del campione, supportate dall’analisi grafica delle osservazioni. Inoltre, vengono effettuati test di significatività sulle principali variabili economico-finanziarie che saranno fondamentali per la costruzione dei modelli econometrici.

5.3.1 Statistiche descrittive

Il primo studio da affrontare riguarda l’interpretazione delle principali variabili del modello, e in particolare, l’approfondimento della variabile dipendente *perf. op.*, definita come rapporto tra EBITDA e Totale attivo. Seppur si tratti di una misura di grandezza relativa che rapporta la sfera economica e quella patrimoniale, si è voluto dapprima concentrarsi brevemente nello studio preliminare del numeratore di questo indicatore, ossia l’EBITDA.

Figura 4. Istogramma EBITDA



Fonte: Dati elaborati con Stata 18.5

La *Figura 4* illustra la distribuzione dell'EBITDA in migliaia di euro del campione di osservazioni, che risulta di tipo asimmetrico. Gran parte dei dati è collocata vicino allo zero, ma con una lunga coda verso destra, che indica come gran parte delle società appartenenti al campione abbia registrato nel periodo temporale considerato margini operativi positivi. L'asse delle ascisse riporta anche valori negativi dell'EBITDA di valore contenuto; può accadere che anche imprese che presentino margini operativi negativi possano comunque acquisire altre imprese per invertire la tendenza negativa come strategia di crescita. La sovrapposizione con la curva di distribuzione normale suggerisce una deviazione significativa dalla normalità, che si sostanzia in una distribuzione chiaramente non simmetrica.

Di seguito viene mostrata una tabella descrittiva che evidenzia le caratteristiche del campione, per poi testare la significatività delle eventuali differenze presenti tra i due gruppi, società acquirenti e società non acquirenti, nel periodo temporale considerato (2017-2020) attraverso il t-test.

Tabella 5. Statistiche descrittive delle variabili principali

	media	deviazione standard	min	max	conteggio
M&A = 0					
perf. op.	0,093	0,091	-0,511	1,021	1.866
leverage	0,495	4,381	-68,851	144,336	1.854
log(dip)	5,273	1,496	0	9,780	1.863
M&A = 1					
perf. op.	0,095	0,090	-0,788	1,654	1.836
leverage	0,982	28,437	-748,696	931,555	1.835
log(dip)	5,494	1,584	0	10,709	1.831
Totale					
perf. op.	0,094	0,091	-0,788	1,654	3.702
leverage	0,737	20,294	-748,696	931,555	3.689
log(dip)	5,383	1,544	0	10,709	3.694

Fonte: Elaborazione personale su osservazioni campionarie.

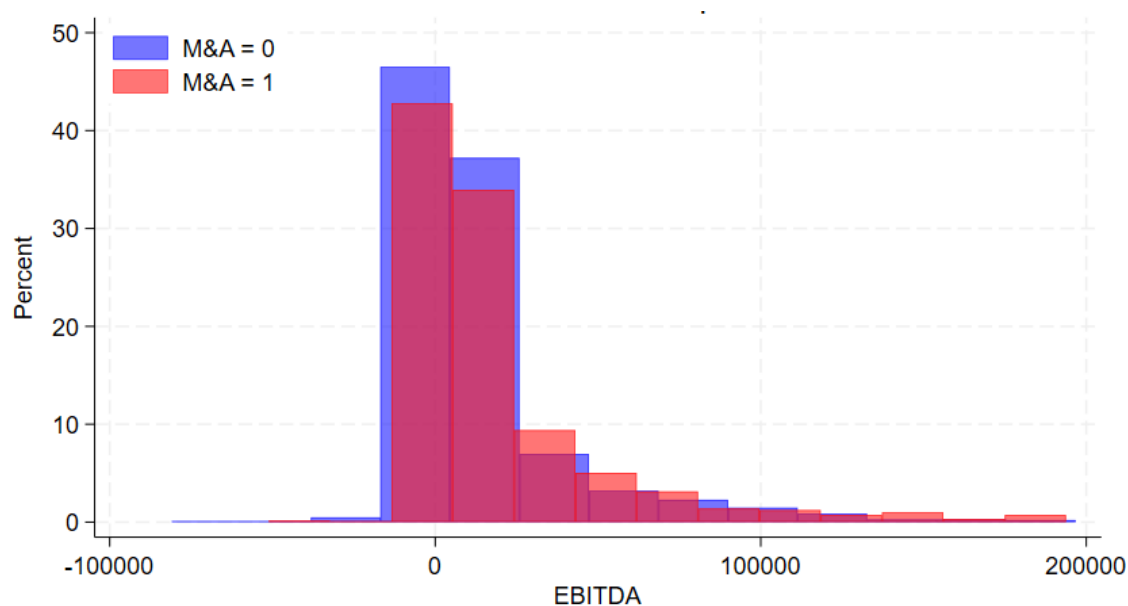
La *Tabella 5* presenta le statistiche descrittive delle società raggruppate nei due gruppi, il Gruppo di trattamento e il Gruppo di controllo, e a livello complessivo. Il raggruppamento è reso possibile collocando le società in base alla variabile dummy *M&A*.

Il numero di osservazioni contenute nei due gruppi è analogo¹², e ciò è ottimale per fare confronti e analisi comparative tra i due gruppi.

Considerando la performance operativa (*perf. op.*), non emerge una differenza significativa tra le società coinvolte nelle M&A (Gruppo di trattamento), contraddistinte dalla variabile *M&A* pari a 1, rispetto a quelle del Gruppo di controllo, contraddistinte da *M&A* uguale a 0.

Si è voluto raffrontare i due gruppi anche graficamente in termini di performance assoluta, ossia tramite l'EBITDA.

Figura 5. Distribuzione EBITDA per il Gruppo di controllo ed il Gruppo di trattamento



Fonte: Dati elaborati con Stata 18.5

La *Figura 5* rappresenta contestualmente i due istogrammi dei due gruppi; il grafico comprende sia le osservazioni dei margini operativi lordi delle società del Gruppo di controllo, con *M&A* pari a zero, che quelle del Gruppo di trattamento, con *M&A* pari a 1. Tale figura sottolinea come, considerando questa grandezza economica in termini assoluti, non si possa osservare un andamento significativamente diverso della

¹² Seppur le osservazioni delle bidder companies siano di numero di poco inferiore, circa 30 unità per ciascuna delle tre grandezze della *Tabella 5* a causa di alcuni dati finanziari mancanti su Orbis.

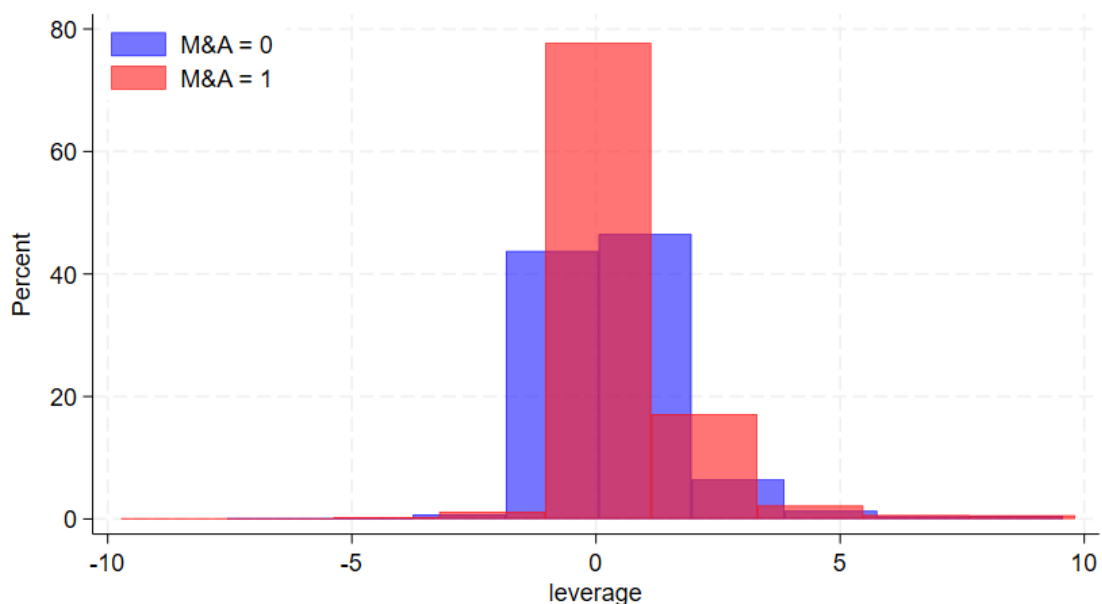
distribuzione dell'EBITDA tra i due gruppi, evidenziato dalla sovrapposizione dei due istogrammi seppur non siano coincidenti.

Inoltre, si presenta una differenza notevole riguardante l'indice di indebitamento (*leverage*); per le *bidder companies* questa variabile assume valori più elevati sia nella media che nei massimi e nei minimi.

Seppur la deviazione standard della variabile *leverage* sia elevata per entrambe le popolazioni, essa è particolarmente pronunciata per il Gruppo di trattamento per il quale tale misura di dispersione statistica assume valore pari a 28,437. In particolare, si possono osservare valori estremi massimi di *leverage* in entrambi i raggruppamenti (931,555 vs 144,336), che palesano la presenza di *outlier* o dati finanziari anomali da rimuovere al fine di non pregiudicare la robustezza delle successive regressioni. Infatti, proprio la presenza di valori estremi potrebbe compromettere le medie e la solidità delle analisi.

Infine, in termini di *log(dip)*, variabile che rappresenta la trasformazione logaritmica del numero dei dipendenti delle imprese, le società del Gruppo di trattamento risultano essere in media leggermente più grandi: il valore medio delle società coinvolte nelle M&A assume valore medio superiore rispetto al gruppo di controllo (5,494 contro 5,273).

Figura 6. Istogramma *Leverage* per il Gruppo di controllo ed il Gruppo di trattamento

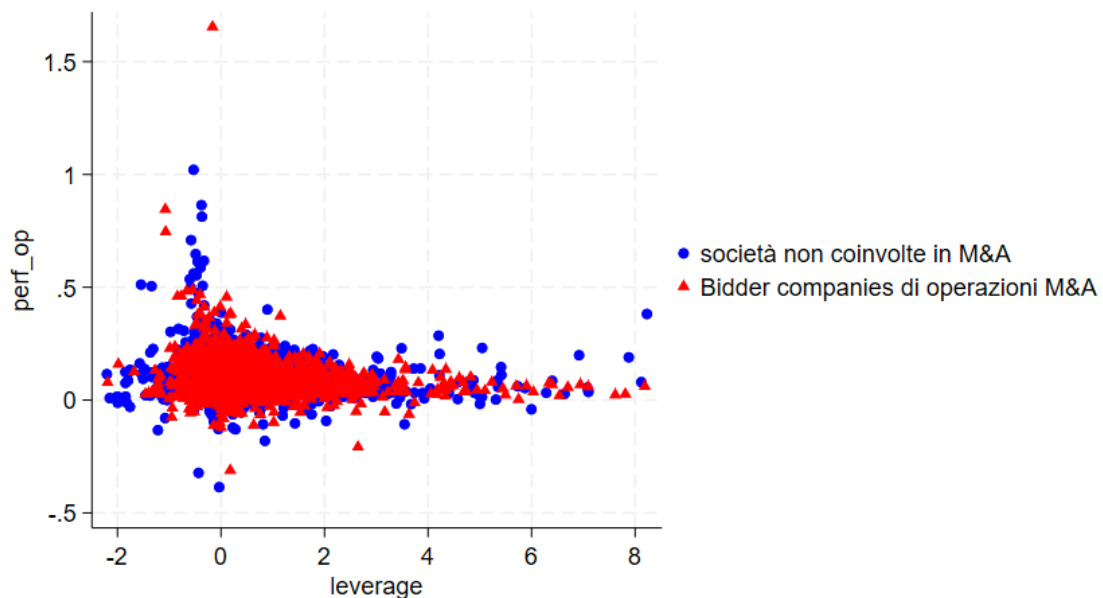


Fonte: Dati elaborati con Stata 18.5

Il grafico comprende le osservazioni comprese con *leverage* tra -10 e +10. Come evincibile dalla figura la distribuzione soffre di una leggera asimmetria a destra visto che

la coda appare più lunga. Tale fenomeno è particolarmente accentuato nell'istogramma di colore rosso relativo alle *bidder companies*; ciò significa che ci sono anche società con livelli di indebitamento sproporzionato che comunque effettuano fusioni e acquisizioni. Ad ogni modo, si può notare come la maggior parte delle *bidder companies* registra un livello di indebitamento inferiore a 3, e in taluni casi addirittura negativo. Infatti, il picco delle barre rosse è vicino allo 0, suggerendo che molte imprese che hanno concluso operazioni M&A come *bidder company* hanno un livello di indebitamento sostenibile, o comunque contenuto. La presenza di valori negativi segnala che anche società con Posizione finanziaria netta negativa, quindi con più cassa di debito, attivano strategie M&A per investire liquidità in eccesso; si tratta di società con un grado di capitalizzazione propria elevato paragonato rispetto ai debiti.

Figura 7. Scatter Plot relazione tra performance operativa e leverage



Fonte: Dati elaborati con Stata 18.5

La Figura 7 mostra la relazione tra leva finanziaria e performance operativa, espressa in termini di *perf. op.*, associata a ciascuna società del campione. I puntini blu identificano le società non coinvolte in operazioni M&A nell'arco temporale considerato, mentre i triangolini rossi rappresentano le *bidder companies*, ossia le società che hanno effettuato acquisizioni nel periodo considerato.

Si può notare una chiara concentrazione di puntini e triangolini con *leverage* compreso tra -1 e 3 e *perf. op.* prevalentemente tra 0 e 0.3. Questo suggerisce che la maggior parte delle imprese presenta uno stato di indebitamento moderato, o comunque queste hanno

mantenuto uno stato di salute finanziaria non compromessa nei periodi immediatamente precedenti e successivi all'evento M&A. La dispersione tra i due raggruppamenti appare analoga in virtù della sovrapposizione dei puntini e triangolini, punto di favore per le seguenti analisi statistiche e regressioni.

5.3.2 Test di significatività

Il t-test (detto anche t-test di Student) consiste in uno strumento che consente di determinare le medie di uno o due gruppi di osservazioni appartenenti a due popolazioni diverse, attraverso un test di ipotesi. Nel caso specifico, il t-test è utile per stabilire se i due gruppi, quello di trattamento e quello di controllo, differiscono tra loro (t-test a due campioni indipendenti), confrontando la media di ciascuna grandezza economico-patrimoniale o finanziaria tra i due gruppi distinti di società.

In virtù delle considerazioni fatte finora, si è propeso per la rimozione degli outlier dell'EBITDA e del *leverage* dal campione come condizione necessaria alla base dei test di significatività. Per entrambe le grandezze gli outlier rimossi sono stati quelli collocati nel primo e nel novantanovesimo percentile. Così facendo, le criticità relative ai valori estremi incoerenti e alla deviazione standard elevata vengono eliminate. Il numero di osservazioni dei gruppi è diminuito di 210 osservazioni complessive, rispetto alle 3.753 osservazioni iniziali (v. *Tabella 4*). In sintesi, la rimozione dei valori estremi è stata essenziale, vista l'elevata deviazione standard che contraddistingueva inizialmente le suddette due grandezze, per irrobustire la solidità sia dei test di significatività che per le successive regressioni; è particolarmente accentuata la deviazione standard dell'indicatore *leverage* (superiore a 20 a livello generale se non si rimuovessero gli outlier).

Nei seguenti test di significatività della differenza seguenti, l'ipotesi nulla (H_0) afferma che le medie tra i due gruppi sono uguali.

Effettuando il test di significatività delle differenze tra i due gruppi, quello di controllo e quello di trattamento, i risultati che si ottengono sono i seguenti:

Tabella 6. Test di significatività delle differenze tra il Gruppo di controllo e il Gruppo di trattamento

	M&A = 0 a)	M&A = 1 b)	a) – b)	Errore Std.	t	p- value	IC 95%
perf. op.	0,096	0,098	-0,002	0,003	-0,802	0,422	-0,008;0,003
leverage	0,504	0,635	-0,131	0,038	-3,468	0,001	-0,206;-0,057
log(dip)	5,252	5,462	-0,210	0,050	-4,175	0,000	-0,308;-0,111

Fonte: Elaborazione personale su osservazioni campionarie.

Per quanto riguarda la variabile dipendente *perf. op.*, la statistica *t* assume valore pari a – 0,802. Il *p-value* è pari a 0,422 e, essendo ben superiore rispetto al livello di significatività del 5%, ne consegue che non sia possibile rifiutare l'ipotesi nulla. L'intervallo di confidenza [-0,008 ; 0,003] include lo zero e conferma anch'esso come la differenza della performance tra le società coinvolte nelle operazioni M&A e quelle non interessate da tale evento, espressa in termini di Ebitda/Totale attivo, non è statisticamente significativa.

Il test confronta anche la leva finanziaria tra i due gruppi, distinti sulla base della variabile dummy *M&A* come in precedenza. Il valore assunto dalla statistica *t* risulta pari a –3,468. Il *p-value* assume valore 0,001. Ne consegue che la differenza dei due raggruppamenti di società in termini di livello di indebitamento è molto significativa. Di conseguenza, in questo caso è possibile rifiutare l'ipotesi nulla al livello di significatività del 5%, affermando che la differenza dei due raggruppamenti in termini di livello di indebitamento appare fortemente significativa. Pertanto, questa prima analisi sembra indicare che il fatto di essere coinvolte in operazioni M&A sembra essere un fattore correlato significativamente nel breve termine con l'indicatore *leverage*.

Si è provato ad analizzare, inoltre, se esistesse una differenza significativa tra i due raggruppamenti a seconda del numero di dipendenti inseriti nei contesti aziendali. In questo caso il *p-value* (pari a 0,000) è inferiore al livello di significatività del 5%, e pertanto si rifiuta l'ipotesi nulla. Ciò è confermato anche dall'intervallo di confidenza della differenza [-0,308 ; -0,111] che non include lo zero.

Le società che effettuano operazioni M&A tendono ad avere in organico un numero di dipendenti più elevato rispetto a quelle che non propendono per l'attivazione di questa strategia di finanza straordinaria, dato che emerge una differenza di 21 punti in termini di *log(dip)* (5,462 vs 5,252).

Questo fenomeno viene approfondito anche da un'altra prospettiva nella sezione 6.2.1, in cui viene approfondita l'eventuale presenza di una relazione significativa tra l'evento M&A e il numero di dipendenti. Inoltre, nel paragrafo 6.3 viene verificato l'impatto M&A sulla redditività operativa per classi di organico medio annuale.

Ad ogni modo, un numero di dipendenti superiore non è detto che significhi avere una dimensione aziendale in senso assoluto; la dimensione aziendale può essere verificato sotto diversi profili, quali ad esempio il fatturato, il personale e la quota di mercato.

In sintesi, l'analisi delle covariate tra il gruppo di trattamento, che comprende le osservazioni relative società coinvolte nelle M&A, e il gruppo di controllo, costituito a supporto dell'analisi del fenomeno, evidenzia che emerge una mancanza di bilanciamento significativa tra i due gruppi in due covariate rilevanti, *leverage* e *log(dip)*. Le *bidder companies* presentano alcune caratteristiche strutturali che si discostano rispetto alle società definite come comparabili da Orbis. Ne consegue che è necessario valutare con cautela la portata causale delle inferenze e la validità interna dei risultati che verranno discussi in seguito, limitando la generalizzabilità delle analisi. È opportuno sottolineare che l'analisi condotta si basa su un confronto diretto tra gruppi non randomizzati ricavato da Orbis, senza l'impiego di tecniche di bilanciamento delle covariate, come il *propensity score matching*. Le disomogeneità sopra elencate potrebbero rendere difficile attribuire eventuali differenze di performance esclusivamente all'effetto dell'operazione di M&A.

Capitolo VI Il modello econometrico

Dopo aver discusso le finalità, le attività di ricerca e raccolta dei dati e le analisi di tipo descrittivo, è possibile ora concentrarsi in merito alla trattazione del modello di regressione sviluppato. Verranno dapprima esaminate le ipotesi alla base del modello, per poi inferire sul campione di dati raccolto tramite analisi di tipo statico e dinamico.

6.1 Le ipotesi del modello

È necessario discutere alcune ipotesi e riflessioni sul modello costituito.

Il fondamento su cui si basa lo stimatore DiD è rappresentato dall'ipotesi di correlazione zero. Dal punto di vista econometrico, questo presupposto si riferisce al fatto che, in assenza di trattamento, la variazione media della variabile di risposta è uguale per entrambi i gruppi, quello di trattamento e quello di controllo. Questa ipotesi è nota come “trend paralleli”, in quanto richiede che, prima del trattamento (evento M&A), l'andamento dei risultati nei due gruppi, trattamento e controllo, segua la stessa traiettoria.

Ipotesi 1: Data di adozione casuale.

Questa ipotesi richiede che la tempistica degli eventi di M&A non sia sistematicamente correlata a fattori non osservabili che influenzano anche il risultato (ad esempio, l'EBITDA).

Nel mondo reale, gli eventi di M&A spesso non sono casuali. Le aziende possono subire M&A a causa di problemi di performance, opportunità di crescita o shock esterni, che potrebbero influenzare direttamente l'EBITDA.

Per mitigare questa problematica sono state considerate variabili di pretrattamento come indicatori economico-patrimoniali storici e profili sintetici delle imprese (numero medio di dipendenti e codice NACE settoriale) per controllare le differenze sistematiche tra le imprese che adottano prima rispetto a quelle che adottano dopo la strategia delle M&A. Tuttavia, se nella realtà si riscontrasse ad esempio che le società target si autoselezionassero in M&A in base a caratteristiche non osservabili (ad esempio, scarse performance che portano a un'acquisizione), allora questa ipotesi potrebbe essere violata. Altrimenti, si può considerare questa ipotesi valida¹³.

¹³ Nel nostro caso, il campione di dati riguarda esclusivamente le società che si pongono come parte acquirente di operazioni M&A, quindi non le imprese target.

Ipotesi 2: Ipotesi di non anticipazione: le date di adozione future non influenzano i risultati attuali.

Ciò significa che le aziende non dovrebbero modificare il comportamento in previsione di un evento M&A. Ad esempio, variabili chiave come l'EBITDA non dovrebbero iniziare a cambiare prima che l'M&A sia finalizzata. La presenza di effetti anticipatori andrebbe a distorcere l'analisi.

Le aziende possono modificare le proprie strategie finanziarie, la forza lavoro o le operazioni in previsione di una M&A. Anche le strategie di commercializzazione e marketing potrebbero subire bruschi cambiamenti. Ciò potrebbe riversarsi nei conti dell'impresa, visto che le aziende potrebbero investire in progetti solo per apparire più attraenti a coloro che si palesano alla porta come interessati al subentro nella proprietà. Tuttavia, tale problematica non riguarda il campione della presente ricerca in quanto il database comprende *bidder companies* piuttosto che imprese target di transazioni M&A. Ad ogni modo tale ipotesi va a rafforzare la centralità ricoperta dalla durata in un processo di acquisizione o fusione tra imprese, la quale assume una posizione come fattore determinante; questa è particolarmente rilevante se è prolungata o ampiamente previsto dal mercato.

Si tratta di un'ipotesi abbastanza forte, ma visto l'intervallo temporale breve in cui le osservazioni sono studiate sembra apparentemente non inficiare sui risultati.

Ipotesi 3: Invarianza alla storia

La durata dell'esposizione al trattamento M&A non è importante; conta semplicemente il fatto di essere trattati.

È più plausibile che questa ipotesi valga per cambiamenti discreti e *una tantum* (come un'acquisizione e una fusione) piuttosto che per trattamenti gradualisti o cumulativi.

Se l'effetto di M&A sull'EBITDA aumenta o diminuisce nel tempo, questa ipotesi potrebbe essere violata.

Il processo M&A e l'impronta di un'operazione che viene conclusa positivamente potrebbe non essere del tutto immediata, e palesarsi solo a distanza di tempo: alcune aziende potrebbero trarre benefici immediati dall'M&A, mentre altre potrebbero sperimentare effetti che emergono solo nel lungo periodo.

Ad esempio, l'EBITDA può scendere in un primo momento a causa dei costi di integrazione e poi risalire grazie alle sinergie realizzate.

Inoltre, le imprese sono tutte diverse e subiscono effetti M&A eterogenei: esistono realtà che riescono a ricavare benefici da fusioni e acquisizioni più in fretta di altre, a seconda del settore, della struttura aziendale o della capacità gestionale post-fusione.

In caso di evoluzione dell'effetto di un'operazione di M&A nel tempo (ad esempio, se gli effetti iniziali positivi si smorzano o se si manifestano degli effetti ritardati dopo alcuni anni), l'assunzione dell'invarianza rispetto alla storia può rivelarsi quantomeno discutibile.

Ipotesi 4: Effetti di trattamento costanti tra le unità.

Ciò implica che l'effetto di M&A sulla performance operativa è lo stesso in tutte le aziende, indipendentemente da caratteristiche come dimensione, settore o performance pre-M&A.

Le aziende più grandi o appartenenti a settori specifici potrebbero sperimentare effetti sistematicamente diversi dagli M&A rispetto alle aziende più piccole.

L'impatto dell'M&A su EBITDA, numero di dipendenti o altri *outcome* potrebbe variare in base a caratteristiche aziendali come la dimensione, il settore di appartenenza o il modello di business.

Per mitigare a tale problematica si è deciso di assorbire potenziali effetti derivanti dall'appartenenza ad un determinato settore di attività, per tenere conto di possibili effetti eterogenei.

L'adozione dell'approccio DiD aiuta in questo senso, garantendo che ad ogni società coinvolta in un processo M&A corrisponda una società assimilabile; quest'ultima, appartenente al gruppo di controllo, è considerabile un *peer* grazie al software Orbis che, come già discusso nel paragrafo 5.1, consente di individuare e associare a qualsiasi impresa (del Gruppo di trattamento) delle società appartenenti al medesimo Paese, al medesimo settore e con dimensione di ricavi paragonabile alla stessa.

Ipotesi 5: Effetti costanti del trattamento nel tempo.

Questo presuppone che l'effetto di M&A sulla performance operativa rimanga stabile negli anni successivi all'evento.

Per mitigare tale problematica nel modello sono stati inclusi fin da subito gli effetti fissi per controllare gli shock variabili nel tempo comuni a tutte le aziende.

In sostanza, una volta avvenuta la transazione M&A, il suo effetto rimane invariato nel tempo, senza attenuarsi né intensificarsi. Questa ipotesi è forte e verrà rilassata nel Capitolo VII in cui viene discussa la cosiddetta *event study analysis* del fenomeno M&A. Nella realtà fattori esterni come condizioni macroeconomiche (ad esempio recessioni o boom industriali), innovazioni tecnologiche e cambiamenti normativi potrebbero interagire con l'effetto delle fusioni e acquisizioni, amplificando, attenuando o comunque influenzando l'impatto in termini di integrazione.

Nel quadriennio considerato l'unico shock evidente e che ha condizionato il processo produttivo in praticamente tutti i settori e, più in generale, l'intero apparato aziendale è stato il Covid-19. Si è deciso di non approfondire sul piano econometrico le relazioni derivanti dalle ripercussioni pandemiche sul mercato M&A italiano.

Ipotesi 6: Campionamento casuale.

SI ipotizza che il campione di aziende sia quanto più possibile rappresentativo della popolazione più ampia di aziende sottoposte a M&A.

Sotto questo aspetto, la numerosità campionaria garantisce che il set di dati sia quanto più eterogeneo possibile, visto che include imprese differenti in termini di settore, stato del ciclo di vita aziendale e dimensione. Come già descritto nella nota a piè di pagina n.9 il campione comprende 270 *bidder companies* rappresentative dell'insieme di 732 operazioni M&A iniziali, quindi poco meno di metà rispetto alle 589 *bidder companies* diverse che sono state coinvolte in operazioni M&A nel periodo temporale selezionato (2017-2020).

I risultati possono essere generalizzati, ricordandosi però che sin dall'inizio della trattazione si è esplicitamente definite le finalità della ricerca riguardo all'ambito dell'inferenza (imprese italiane non finanziarie acquisitive di altre imprese non finanziarie italiane, entrambe non quotate sui mercati finanziari).

Ipotesi 7: Additività.

Questo presuppone che gli effetti del trattamento e le altre covariate si combinino in modo additivo per determinare il risultato finale. Non sempre le variabili si sommano tra di loro bensì possono esserci effetti di interazione o le relazioni non lineari che potrebbero violare questa ipotesi.

Ad esempio, il rapporto che lega fatturato, numero di dipendenti ed EBITDA potrebbe essere più complesso rispetto a quello che appare, con effetti che si influenzano a vicenda.

In virtù di ciò si è deciso di non inserire il fatturato nel modello di regressione, poiché è la grandezza economica che è profondamente correlata alla variabile dipendente *perf. op.*; per la stessa ragione non sono stati considerati nel modello i costi di produzione¹⁴.

6.2 Il modello statico

Specificazione del modello di base:

$$perf.op.it = \beta_0 + \beta_1 M\&A_i + \beta_2 Post_{it} + \beta_3 (MA \times Post)_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Dove:

- *Perf. op.* è la variabile dipendente. Essa rappresenta la performance operativa misurata attraverso indicatori finanziari. Nel caso specifico *perf. op.* consiste nel rapporto tra l'EBITDA e il Totale attivo di bilancio delle osservazioni societarie.
- *M&A* è la variabile dummy che cattura se una determinata osservazione si riferisce ad una società coinvolta in un'operazione M&A oppure no. Pertanto, *M&A* assume valore 1 per le società appartenenti al Gruppo di trattamento mentre è 0 se si tratta di società del Gruppo di controllo.
- *Post* è la variabile dummy che indica se una determinata osservazione precede o segue l'anno in cui si verifica l'evento M&A. *Post* è pari a 0 se si tratta di un'osservazione anteriore alla transazione, mentre assume valore 1 se riguarda il periodo successivo.
- *M&A#Post* origina dall'interazione delle due variabili dummy. È questa la variabile principale da indagare, che esprime l'impatto delle operazioni M&A sulle performance operative successive all'evento M&A.
- ε_{it} è il termine di errore idiosincratico, che cattura tutti i fattori non osservabili che possono influenzare la performance operativa dell'impresa.

¹⁴ Il numeratore della variabile dipendente *perf. op.* è l'EBITDA, che è il margine derivante dalla differenza tra i ricavi e i costi operativi. Ricavi e costi di produzione sono quindi già considerati indirettamente nel modello.

Tabella 7. Derivazione effetto DiD

	Post-trattamento	Pre-trattamento	Differenza
Trattamento (M&A=1)	$\beta_0 + \beta_1 + \beta_2 + \beta_3$	$\beta_0 + \beta_1$	$\beta_2 + \beta_3$
Controllo (M&A=0)	$\beta_0 + \beta_2$	β_0	β_2
Differenza	$\beta_1 + \beta_3$	β_1	β_3

Fonte: Elaborazione personale

I coefficienti β_0 e β_1 sono assorbiti dagli effetti fissi della specificazione (2), rispettivamente quelli settoriali (α_j) e temporali (γ_t). Di conseguenza, il parametro d'interesse è β_3 , l'effetto differenziale tra il gruppo di trattamento e di controllo nel periodo post-trattamento.

In sintesi, la differenza finale β_3 rappresenta l'effetto DiD, ovvero l'influenza attribuibile alla M&A sulla performance operativa successiva alla conclusione dell'operazione straordinaria.

Per migliorare la specificazione del modello sono state incluse fin da subito alcune variabili di controllo ritenute rilevanti, ossia l'indice di indebitamento, il numero di dipendenti e il settore di riferimento della società.

Inoltre, sono stati inseriti gli effetti fissi, per poter controllare l'eterogeneità inosservata tra le società e l'incidenza del tempo sulla redditività.

In particolare, la specificazione del modello arricchito è la seguente:

$$perf.op_{it} = \beta_0 + \beta_1 M\&A_i + \beta_2 Post_{it} + \beta_3 (MA \times Post)_{it} + \beta_4 leverage_{it} + \beta_5 \log(dip)_{it} + \alpha_j + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Le variabili aggiunte rispetto al modello di base sono:

- *leverage* è l'indice di indebitamento, ossia il rapporto tra il debito e l'equity della società. Si sono recuperati i valori delle grandezze patrimoniali su Orbis, utilizzando la PFN/(cassa) e il Patrimonio netto delle società. Risulta essere una variabile di controllo fondamentale al fine di verificare la sostenibilità finanziaria dell'impresa.
- *log(dip)* è la trasformazione logaritmica del numero medio di dipendenti che forma l'organico al 31.12 delle società considerate.

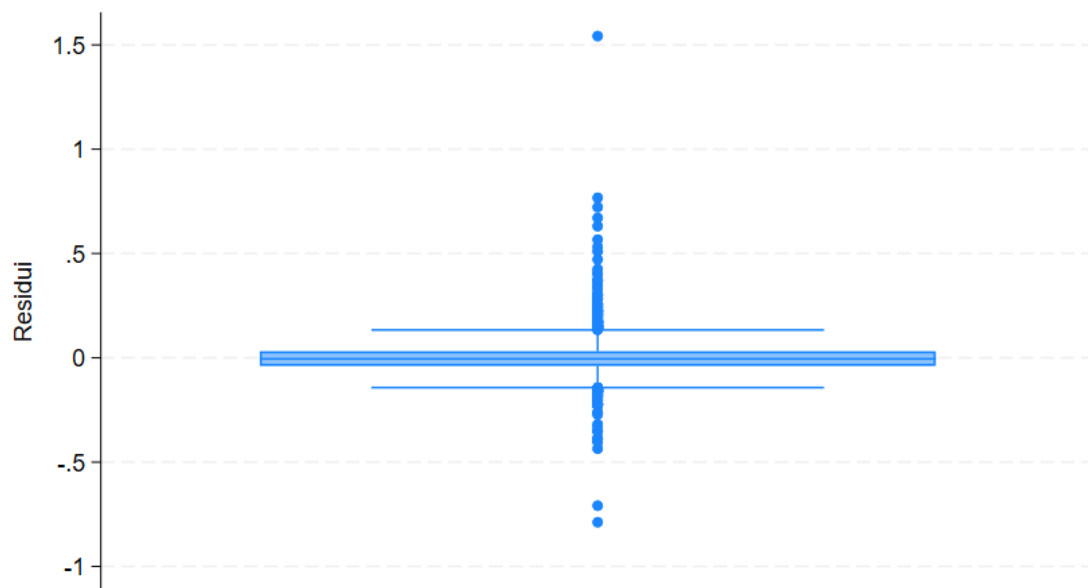
- α_j indica gli effetti fissi a livello di settore. In particolare, sono state identificati i settori di appartenenza tramite la classificazione settoriale “Codice NACE Rev.2 core code a 4 cifre”. Si eliminano così eventuali differenze strutturali presenti tra i settori industriali, evitando che l’output sia influenzato da caratteristiche specifiche di un settore piuttosto che dalle M&A.
- γ_t rappresenta gli effetti fissi temporali, riguardante la data di completamento dell’operazione. L’inserimento di questa variabile è finalizzato ad assorbire eventuali shock macroeconomici e di contesto che potrebbero influenzare simultaneamente tutte le imprese nell’anno in cui è conclusa la transazione M&A.

Si è implementato il modello in Stata utilizzando questa regressione con effetti fissi (Fixed Effects - FE) servendosi del comando *reghdfe*, il quale permette di costruire modelli lineari con molti livelli di effetti fissi e al tempo stesso ottenere errori standard robusti (correggere per l’eteroschedasticità). Nel modello realizzato questo comando consente controllare l’eterogeneità non osservata a livello settoriale e temporale, includendoli tra le variabili assorbite.

Senza l’aggiusta dell’opzione *vce(cluster ...)*, *reghdfe* clusterizzerebbe automaticamente gli errori standard al livello della variabile più bassa assorbita, nel quale caso o il Codice NACE o la data di completamento dell’operazione (*Completeddatedeal*). Tuttavia, al fine di ottenere inferenze robuste, si è proposto per una clusterizzazione degli errori a livello di singola società con l’opzione *vce(cluster Company)*; ciò consente di correggere gli errori standard tenendo conto della dipendenza delle osservazioni intra-company (autocorrelazione seriale), il che sarebbe piuttosto probabile dato che è difficile che osservazioni di una stessa impresa siano indipendenti tra loro.

I seguenti modello assorbono gli effetti fissi legati al settore (*Codice NACE Rev2 corecode4*) e la data di completamento delle M&A (*Completed date deal*), raggruppati rispettivamente in 158 e 4 categorie (2017-2018-2019-2020). Il campione di osservazioni contiene società appartenenti a svariati settori, 158 diversi per la precisione, e quindi il campione sotto questo aspetto è sufficientemente diversificato.

Figura 8 – Box plot dei Residui



Fonte: Dati elaborati con Stata 18.5

La Figura 8 rappresenta il box plot dei residui. Si è proposto di adottare la medesima procedura adottata espressa nel sottoparagrafo 5.3.2 per EBITDA e *leverage*; l'eliminazione dei valori estremi è stata essenziale, vista la presenza di molti residui che si collocano graficamente al di fuori dei baffi. Ciò suggerisce che è utile anche per i residui rimuovere tali osservazioni anomale collocati al primo e novantanovesimo percentile, per testare la robustezza della specificazione fatta del modello e ottenere stime non distorte. Il modello ridotto (2b) è la sintesi di questi passaggi, non contenendo dunque suddetti outlier.

Tabella 8. Outlier del modello

Outlier modello	Freq.	Percentuale
0	3.471	92,49%
1	282	7,51%
Totale	3.753	100,00%

Fonte: Elaborazione personale su dati del campione

La Tabella 8 evidenzia le 282 osservazioni rimosse dal modello (2b). Esse rappresentano il 7,51% delle osservazioni totali del modello (2a).

Di seguito vengono mostrati gli output delle regressioni implementate su Stata.

Tabella 9. Risultati della regressione statica

	Campione completo (2a)	Campione ristretto (2b)
	perf. op.	perf. op.
M&A	0,006 (0,006)	0,008* (0,004)
Post	-0,006 (0,004)	-0,007** (0,003)
M&A # Post	-0,008 (0,006)	-0,009** (0,004)
leverage	-0,000* (0,000)	-0,011*** (0,002)
log(dip)	0,001 (0,003)	0,004** (0,002)
Costante	0,089*** (0,016)	0,080*** (0,010)
N° osservazioni	3.673	3.471
R ²	0,183	0,272
Adj. R ²	0,144	0,235

Note: i) Effetti fissi inclusi: codice settoriale (NACE) e data di completamento dell'operazione; ii) Errori standard clusterizzati a livello di singola impresa; iii) Errori standard tra parentesi.

* $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

Fonte: Elaborazione personale su dati del campione

Il modello iniziale (2a) contiene un totale di 3.673 osservazioni; invece, quello ridotto (2b) comprende un complessivo di 3.471 osservazioni.

L'R² del modello esteso è pari a 0,183, ne consegue che esso gode di una buona capacità esplicativa, spiegando circa il 18,3% della variabilità della variabile dipendente *perf. op.*; se si considera l'aggiustamento rispetto al numero di regressori l'R² scende al 14,4%. Invece, la capacità esplicativa del modello ridotto (2b) cresce notevolmente rispetto al modello (1), attestandosi circa al 27,2%.

I coefficienti delle variabili vanno così interpretati:

- Il coefficiente associato alla variabile di interesse $M\&A\#Post$, β_3 , assume valore pari a $-0,008$ nel periodo successivo all'evento M&A per quanto concerne le *bidder companies*. Nel modello iniziale (2a), tale coefficiente non è statisticamente significativo, rivelando come la combinazione delle due variabili dummy *MA* e *Post* non influisca in modo rilevante sulla performance operativa. Infatti, il p-value associato a questo coefficiente, pari a $0,192$, è ben al di sopra delle soglie di significatività. Ciò è confermato anche dall'intervallo di confidenza che contiene sia valori negativi che positivi $[-0,019 ; 0,004]$. Invece, considerando il modello ridotto (2b), il coefficiente β_3 , pari a $-0,009$, diventa molto significativo e ciò comporta di giungere a conclusioni più robuste: le società che effettuano operazioni M&A non risultano ottenere benefici in termini di *perf. op.* nei tre anni successivi al verificarsi dell'evento; di conseguenza, si può affermare che la performance operativa delle *bidder companies* risulta condizionare negativamente i margini operativi.
- Il coefficiente che esprime l'impatto dell'indebitamento sulla redditività operativa, β_4 , assume valore pressoché nullo. Va ricordato però che il modello (2a) soffre dell'elevata deviazione standard della variabile *leverage*. Considerando il modello ridotto (2b), l'indice di indebitamento risulta essere un fattore determinante per spiegare la performance operativa delle società del campione; in particolare il segno del coefficiente β_4 è negativo e quindi emerge una relazione negativa tra *leverage* e profittabilità operativa: ad una variazione dell'indebitamento corrisponde generalmente una variazione di circa $-0,011$ punti in senso opposto dell'indicatore reddituale *perf. op.* Tale relazione è sicuramente in linea con il mondo reale, dato che la struttura finanziaria e la percentuale del ricorso a fonti esterne rappresentano dei fattori che incidono pesantemente sulle performance operative delle imprese.
- La relazione che lega $\log(dip)$ a *perf. op.* non è significativa nel modello iniziale (2a), mentre assume rilevanza nel modello (2b). In particolare, β_5 è pari a $0,004$, il che suggerisce un impatto positivo della trasformazione logaritmica del numero dipendenti sui risultati operativi aziendali.

Dato che sia l'EBITDA che il *leverage* assumono valori poco plausibili nel modello completo (2a), al fine di non pregiudicare le stime che potrebbero essere distorte si ritiene

che il modello ridotto (2b) sia il modello più adeguato a discutere la trattazione del fenomeno e, d'ora in avanti, nel corso della trattazione verrà definita come “modello originale” (o “di base”) per studiare il trattamento M&A secondo l'approccio statico.

Pertanto, mediante la rimozione degli outlier di EBITDA, leverage e residui, il modello ridotto (2b) è preso come punto di riferimento per l'analisi statica del modello; sia la variabile di interazione $M\&A\#Post$ che le variabili di controllo $leverage$ e $\log(dip)$ sono significative, e ciò è coerente alla visione aziendalistica del fenomeno M&A.

6.2.1 M&A e dimensione aziendale

Al fine di verificare la validità del modello ci si è adoperati implementando altri test di robustezza volti a rafforzare la potenza del modello. Nello specifico, si è voluto provare a verificare se la specificazione del modello di base (2b) fosse adeguata a spiegare anche uno dei molteplici profili su cui si può approfondire la dimensione aziendale: il numero di persone che lavorano all'interno di un'impresa. Rispetto al modello di base, è stata sostituita la variabile dipendente usata come riferimento finora¹⁵, con un'altra metrica comunemente adottata per indicare un particolare profilo della dimensione aziendale, ossia l'organico medio annuo delle imprese.

La specificazione del modello è la seguente:

$$\begin{aligned} \log(dip)_{it} = & \beta_0 + \beta_1 M\&A_i + \beta_2 Post_{it} + \beta_3 (MA \times Post)_{it} \\ & + \beta_4 leverage_{it} + \alpha_j + \gamma_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

¹⁵ Il regressore associato al coefficiente β_5 dell'equazione (2) è diventato ora la variabile dipendente dell'equazione (3), sostituendo la variabile dipendente perf. op.; per il resto l'impostazione del modello è rimasta invariata.

Tabella 10. Risultati della regressione statica, variabile dipendente $\log(dip)$

	(3) $\log(dip)$
M&A	0,089 (0,093)
Post	0,108*** (0,025)
M&A # Post	0,178*** (0,040)
leverage	-0,013 (0,038)
Costante	5,254*** (0,068)
N° osservazioni	3.471
R^2	0,503
adj. R^2	0,479

Note: i) Effetti fissi inclusi: codice settoriale (NACE) e data di completamento dell'operazione; ii) Errori standard clusterizzati a livello di singola impresa; iii) Errori standard tra parentesi.

* $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

Fonte: Elaborazione personale su osservazioni campionarie

La capacità esplicativa del modello (3) è addirittura superiore rispetto a quella del modello di base (2b), attestandosi al 50,3%. Inoltre:

→ Il coefficiente β_3 legato alla variabile di interazione $M\&A\#Post$ risulta essere significativo e di segno positivo, pari a 0,178: il modello (3) aggiunge qualcosa rispetto al modello (2b): le operazioni M&A generalmente fanno crescere il numero di dipendenti che lavorano nelle imprese identificate *bidder companies*. L'effetto positivo sul personale può essere dovuto alla necessità di inserire in organico nuovo personale con competenze tecniche e professionali pregresse. In ogni caso, cambiando variabile dipendente, l'approccio DiD mantiene robustezza, visto che il predittore $M\&A\#Post$ risulta essere molto informativo a spiegare anche l'impatto su un'altra variabile aziendale, $\log(dip)$.

6.2.2 Approccio DiD intra-societario

Si è voluto fare un approfondimento inerente alle sole società acquisitive nell'intervallo temporale considerato. Nello specifico, si è costruito un test aggiuntivo finalizzato a stimare l'effetto del trattamento, nel nostro caso l'evento M&A, confrontando l'esito del trattamento per i soli soggetti interessati dal medesimo. Non si hanno più due gruppi, il Gruppo di trattamento e il Gruppo di controllo, bensì si approfondisce l'analisi del primo gruppo.

Si ricorre a questo approccio nella finanza d'impresa quando l'evento da approfondire colpisce tutti i soggetti osservabili e non solo un sottoinsieme di soggetti. Tale approccio è stato utilizzato per confrontare la performance reddituale delle *bidder companies* negli anni successivi al completamento dell'operazione M&A rispetto agli anni precedenti, in cui non sono state interessate da questo particolare tipo di operazione. L'obiettivo è quello di confrontare ogni società con sé stessa nel tempo.

Questo test aggiuntivo coinvolge le sole *bidder companies* senza considerare le società definite *peers* in precedenza, filtrando il database opportunamente alle osservazioni con *M&A* pari a 1.

Di conseguenza, il Gruppo di trattamento e quello di controllo sono composti dalle medesime società. Scende anche la numerosità di osservazioni che compongono il primo gruppo rispetto al secondo, che si riduce alle sole *bidder companies*; il gruppo di trattamento è formato dalle osservazioni delle variabili economico-patrimoniali nell'anno in cui la società è stata coinvolta nell'operazione M&A e negli anni successivi, identificate dalla variabile dummy *Treat*¹⁶.

La medesima variabile *Treat*, di conseguenza, assume valore pari a 0 negli anni precedenti rispetto a quando è stata coinvolta nell'operazione M&A: il Gruppo di controllo è, in questa versione, formato da tre osservazioni (tre anni) associate a ciascuna società acquisitiva.

La specificazione risulta essere:

$$\begin{aligned} perf.op.it = \beta_0 + \beta_1 treat_{it} + \beta_2 leverage_{it} + \beta_3 log(dip)_{it} + \alpha_j \\ + \gamma_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

¹⁶ Il gruppo di trattamento è composto da un numero di osservazioni pari al numero di società acquisitive tra il 2017 e il 2020.

Ne deriva un test che si concentra nella rilevazione sulle variazioni intraaziendali delle singole società. La specificazione del modello richiede che *Company* sia incluso in *absorb()* per controllare gli effetti fissi intraaziendali.

I risultati del modello intraaziendale sono i seguenti:

Tabella 11. Risultati modello intra-societario

	(4)
	perf. op.
treat	-0,020*
	(0,003)
leverage	-0,013***
	(0,002)
log(dip)	0,005
	(0,004)
Costante	0,086***
	(0,021)
N° osservazioni	1.729
R ²	0,672
adj. R ²	0,565

Note: i) Effetti fissi inclusi: a livello di impresa (Company), codice settoriale (NACE) e data di completamento dell'operazione; ii) Errori standard clusterizzati a livello di singola impresa; iii) Errori standard tra parentesi.

* $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$

Fonte: Elaborazione personale su osservazioni campionarie

Il modello che ne deriva (4) risulta possedere un grado di capacità esplicativa considerevole, con un R² pari al 67,2% e un R² aggiustato dello 56,5%.

→ Il coefficiente sul quale è interessante soffermarsi è β_1 relativo al regressore *treat*, definito come variabile dummy pari a 1, se si tratta di un'osservazione collegata ad un anno coincidente o successivo rispetto all'anno in cui la singola società è coinvolta nell'operazione M&A, e 0 altrimenti. Tale coefficiente assume valore negativo, pari a -0,020, ed è significativo: anche nel modello intrasocietario viene confermato che le *bidder companies* subiscono una contrazione della profittabilità aziendale generalmente (di circa mezzo punto percentuale) rispetto agli anni precedenti all'evento M&A, in cui la stessa società non aveva effettuato

acquisizioni o fusioni. L'effetto sulla performance reddituale è statisticamente robusto dato che l'intervallo di confidenza non include lo zero $[-0,026 ; -0,014]$.

- Il livello di indebitamento si conferma essere una variabile esplicativa fondamentale a spiegare la redditività operativa, anche a livello intraaziendale.
- Il capitale umano ($\log(dip)$) nel modello intraaziendale invece perde il ruolo di variabile di controllo rilevante nel modello attuale, finalizzato a studiare le sole società acquisitive.

La significatività della variabile *treat* rafforza il pensiero secondo cui le operazioni M&A impattano negativamente sulla redditività operativa delle *bidder companies* dopo il perfezionamento delle transazioni.

6.3 Mitigazioni delle ipotesi

Le ipotesi alla base del modello statico sono abbastanza stringenti. Le seguenti analisi mirano a rilassare i presupposti descritti nel paragrafo 6.1., cercando di attenuare le ipotesi ove possibile. Infatti, le ipotesi descritte in precedenza per la specificazione del modello statico sono forti. Di seguito vengono effettuate analisi integrativa all'analisi iniziale, per valutare se rilassando le ipotesi si possano evidenziare alcuni elementi aggiuntivi¹⁷.

6.3.1 Test tendenze parallele

Come già analizzato nella descrizione della prima ipotesi, se si dimostrasse che le imprese coinvolte in operazioni di fusioni e acquisizioni si autoselezionano in base a caratteristiche non osservabili (ad esempio, scarse performance che portano a un'acquisizione), allora l'ipotesi di data di adozione casuale potrebbe essere violata.

Per esaminare tale problematica è stato condotto un test delle tendenze parallele tracciando l'andamento pre-trattamento dell'EBITDA per i primi e gli ultimi adottanti, assicurandosi che seguano schemi simili prima del trattamento.

Prima di tracciare le tendenze è stato operato il filtraggio dei dati, considerando solo le osservazioni con M&A pari a 1 e Post pari a 0, ossia quelle relative a *bidder companies* di operazioni M&A precedenti alla conclusione dell'affare, determinato utilizzando la variabile *Completed date deal*. Di conseguenza, sono oggetto d'analisi esclusivamente le

¹⁷ Sono stati rimossi, come in tutte le altre regressioni diverse dal modello (2a), gli outlier di EBITDA, leverage e residui al primo e novantanovesimo percentile.

grandezze EBITDA, leverage, numero dipendenti, etc. realizzati prima dell'anno in cui avviene l'M&A.

Il secondo passaggio consiste nella scelta e successiva definizione delle coorti, denominate *early adopter* e *late adopter*.

Si sono definite le coorti nel seguente modo:

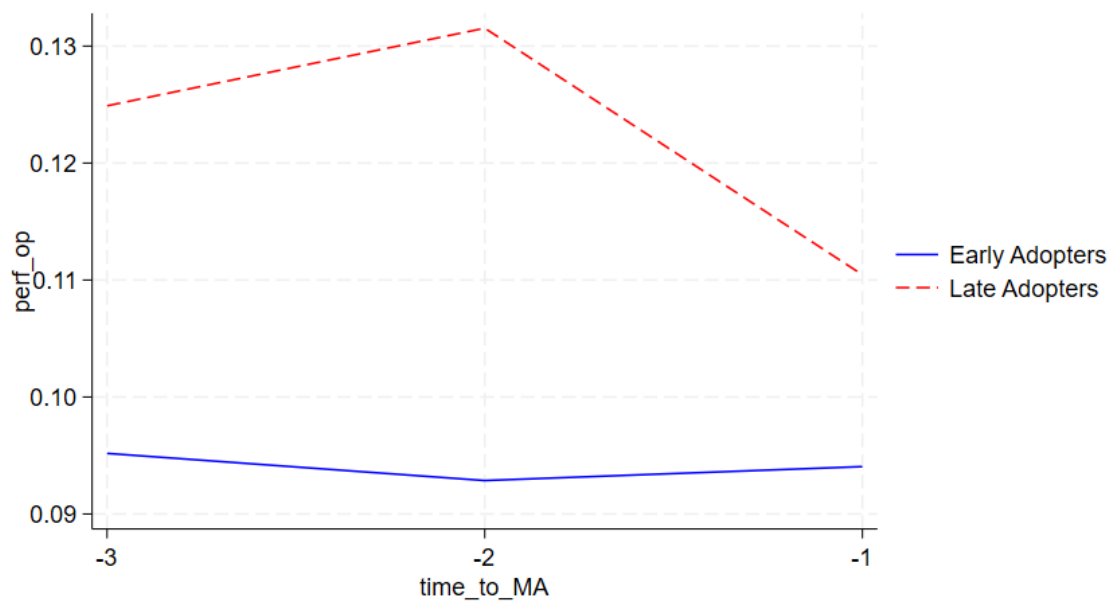
- *Early adopter*: sono imprese che hanno concluso l'operazione M&A negli anni 2017 e 2018;
- *Late adopter*: sono imprese che hanno concluso l'operazione M&A negli anni 2019 e 2020.

Tabella 12. Distinzione *Late adopter* e *Early adopter*

	N° osservazioni
A. Late adopter (0)	
2017	0
2018	0
2019	200
2020	171
Totale	371
B. Early adopter (1)	
2017	199
2018	226
2019	0
2020	0
Totale	425
A + B	
2017	199
2018	226
2019	200
2020	171
Totale	796

Fonte: Elaborazione personale su osservazioni campionarie

Figura 9. Tendenze parallele



Fonte: Elaborazione personale su osservazioni campionarie

Il grafico mostra una differenza tra le due linee, che non sono parallele tra loro. In particolare, la linea rossa dei *Late Adopters* si distingue per una forte crescita della profittabilità operativa tra i periodi -3 e -2 prima dell'evento M&A. Invece, la linea blu degli *Early Adopters* sembra più stabile, mantenendo un andamento meno variabile nel tempo.

È necessario valutare dal punto di vista econometrico se la divergenza presente tra le due categorie risulti essere significativa oppure no; in tal caso l'applicazione dell'approccio DiD perderebbe di forza. Invece, in caso contrario, la divergenza visibile nella *Figura 9* tra *early adopters* e *late adopters* potrebbe essere solo un'apparenza grafica, che non viene sostenuta dall'analisi econometrica. Infatti, il grafico mostra solo medie visive, che potrebbero essere influenzate ad esempio dalla presenza di outlier estremi ancora presenti tra le osservazioni, che potrebbero gonfiare la differenza visiva. In egual modo, la divergenza grafica potrebbe essere dovuta alla eccessiva dispersione nei dati che potrebbe portare a differenze apparenti che non sono reali.

Tabella 13. Risultati test tendenze parallele

	Completo perf. op.	Senza outlier perf. op.
time to M&A	-0,006* (0,003)	-0,004 (0,003)
early_adopter # time to M&A	0,006 (0,005)	0,003 (0,004)
leverage	-0,000 (0,000)	-0,008** (0,003)
log(dip)	0,003 (0,004)	0,000 (0,004)
Costante	0,087*** (0,022)	0,107*** (0,021)
N° osservazioni	760	709
R ²	0,653	0,592
adj. R ²	0,560	0,480

Note: i) Effetti fissi inclusi: codice settoriale (NACE) e data di completamento dell'operazione; ii) Errori standard clusterizzati a livello di singola impresa; iii) Errori standard tra parentesi.

* $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

Fonte: Elaborazione personale su osservazioni campionarie

Questo studio è finalizzato a stimare il coefficiente di interazione della variabile *early_adopter#time to M&A*. Il coefficiente correlato assume valore pari a 0,003 con un p-value di 0,393 nel modello senza outlier. Ciò significa che non si possa rigettare l'ipotesi secondo cui la pendenza delle tendenze di *perf. op.* è uguale tra i due gruppi, *early* e *late adopters*, prima del trattamento.

Di conseguenza, questo spiega che la differenza tra le due tendenze non è sufficientemente grande da poter essere considerata statisticamente significativa. Pertanto, anche se il grafico sembra mostrare una divergenza, il modello va controcorrente e afferma come tale differenza in realtà potrebbe essere dovuta al caso. Siccome il modello statistico è più affidabile del grafico si può concludere che il grafico mostra delle differenze che in realtà sono solo apparenti, dovute a fluttuazioni casuali piuttosto che essere reali.

Pertanto, il modello tiene conto della varianza nei dati e suggerisce che non ci sono differenze statisticamente significative tra le tendenze pre-trattamento dei *late adopters* rispetto agli *early adopters*. Il test tendenze parallele ha avuto esito positivo, confermando che le ipotesi 1 e 2 alla base del modello statico non risultano essere troppo restrittive e limitanti.

Quindi è possibile affermare che è possibile e adeguato applicare un approccio DiD approfondire il fenomeno M&A sulle performance operative delle società offerenti, perché il test delle tendenze parallele non è stato violato in modo significativo.

6.3.2 Rimozione del periodo di buffer

Si è voluto analizzare se, escludendo le osservazioni del "buffer period" immediatamente precedente dell'evento di M&A, la forza e la significatività dei coefficienti cambiassero rispetto al modello di base; in tal caso significherebbe che le fusioni e le acquisizioni potrebbero aver avuto effetti anticipatori, i quali violerebbero l'ipotesi di non anticipazione. Si sono dunque rimosse le 537 osservazioni relative al periodo precedente all'evento M&A, contraddistinte da *Relative Year* = -1.

La violazione dell'ipotesi sarebbe un'ulteriore conferma in merito all'utilità che l'analisi dinamica può potenzialmente rappresentare per lo studio di questo fenomeno.

Tabella 14. Confronto tra il modello di base (2b) e il modello senza buffer period

	Campione ristretto (2b)	Campione senza buffer
	perf. op.	perf. op.
M&A	0,008*	0,007
	(0,004)	(0,004)
Post	-0,007**	-0,007***
	(0,003)	(0,003)
M&A # Post	-0,009**	-0,008**
	(0,004)	(0,004)
leverage	-0,011***	-0,010***
	(0,002)	(0,002)
log(dip)	0,004**	0,003*
	(0,002)	(0,002)
Costante	0,080***	0,083***
	(0,010)	(0,010)
N	3.471	2.972
R ²	0,272	0,273
Adj. R ²	0,235	0,231

Note: i) Effetti fissi inclusi: codice settoriale (NACE) e data di completamento dell'operazione; ii) Errori standard clusterizzati a livello di singola impresa; iii) Errori standard tra parentesi.

* $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

Fonte: Elaborazione personale su osservazioni campionarie

Comparando i risultati del modello di base (2b) con questo modello senza il buffer period si raggiungono i seguenti risultati:

→ Il coefficiente legato alla variabile dummy M&A rimane pressoché analogo, passando da 0,008 a 0,007. Tuttavia, il p-value non è più significativo, suggerendo che il coefficiente β_1 perde di significatività dopo la rimozione di *Relative Year* = -1. In termini organizzativo-aziendali, tale circostanza è sintomo della significatività che l'anno -1 rappresenta nel modello originale; l'M&A comporta modifiche del comportamento della società acquirente già a partire da un anno prima della conclusione dell'affare M&A, al fine di essere pronte a adeguarsi alla nuova configurazione aziendale e non farsi trovare impreparati al periodo di transizione

interno che deriva da questo genere di operazioni straordinarie. L'esclusione di $Relative\ Year = -1$ attenua sia la forza che la robustezza dell'effetto.

- L'interazione ($M\&A\#Post$) rimane sistematicamente significativa, seppur il coefficiente β_3 si abbassa (-0,009 vs -0,008). Le *bidder companies*, a transazione M&A terminata, subiscono un effetto negativo sulle loro performance operative, prodotto dall'operazione medesima. L'effetto congiunto dell'M&A con Post, seppur meno intenso, rimane robusto.
- L'effetto *leverage* diventa leggermente meno intenso (-0.011 vs -0.010) ma sempre significativo, anche dopo la rimozione di $Relative\ Year = -1$.
- L'intensità di $\log(dip)$ si riduce (0.004 vs 0.003), e il coefficiente perde di significatività, se si considera la soglia del 5%.

Pertanto, si può dedurre che l'eliminazione del periodo *buffer* rappresenti sì un elemento importante per studiare il fenomeno, poiché l'effetto della variabile M&A presa a sé stante è meno robusta. Tuttavia, l'interazione $M\&A\#Post$ rimane statisticamente significativa e il coefficiente ad essa collegato rimane pressoché approssimabile al valore assunto nel modello di base (2b), suggerendo che generalmente eventuali comportamenti di adattamento adottati dalle società (effetti anticipatori) in realtà non intaccano significativamente la performance operativa. L'ipotesi 2 non è quindi violata.

In sintesi, l'analisi effettuata ribadisce che l'eliminazione del periodo buffer non modifica sensibilmente i risultati del modello di base (2b), seppur si rafforzi l'aspettativa secondo cui le *bidder companies* inizino a pianificare l'integrazione anticipatamente, senza che questa pianificazione abbia significativi risultati nel breve termine.

6.3.3 Livelli di indebitamento e numero di dipendenti

Al fine di identificare e stimare se gli effetti M&A variano a seconda delle caratteristiche delle aziende sono stati costituiti diversi sottogruppi di aziende. Questa analisi può rappresentare un rilassamento dell'ipotesi 4 del paragrafo 6.1, mirando a testare la robustezza dei risultati trovati nel modello statico, utilizzando specificazioni alternative.

Nel caso specifico si è proposto di suddividere il campione di imprese a seconda del livello di indebitamento e del numero di dipendenti (espresso in termini logaritmici), che risultano essere delle variabili strumentali fondamentali per spiegare i modelli statici presentati finora.

Per quanto riguarda l'approfondimento a seconda dei vari livelli di indebitamento, sono state costituite quattro classi di indebitamento, corrispondenti a soglie ritenute critiche per dare ulteriori giudizi di tipo qualitativo inerenti all'effetto M&A sulla profittabilità operativa delle società.

Si è suddiviso il campione in questi quattro sottogruppi:

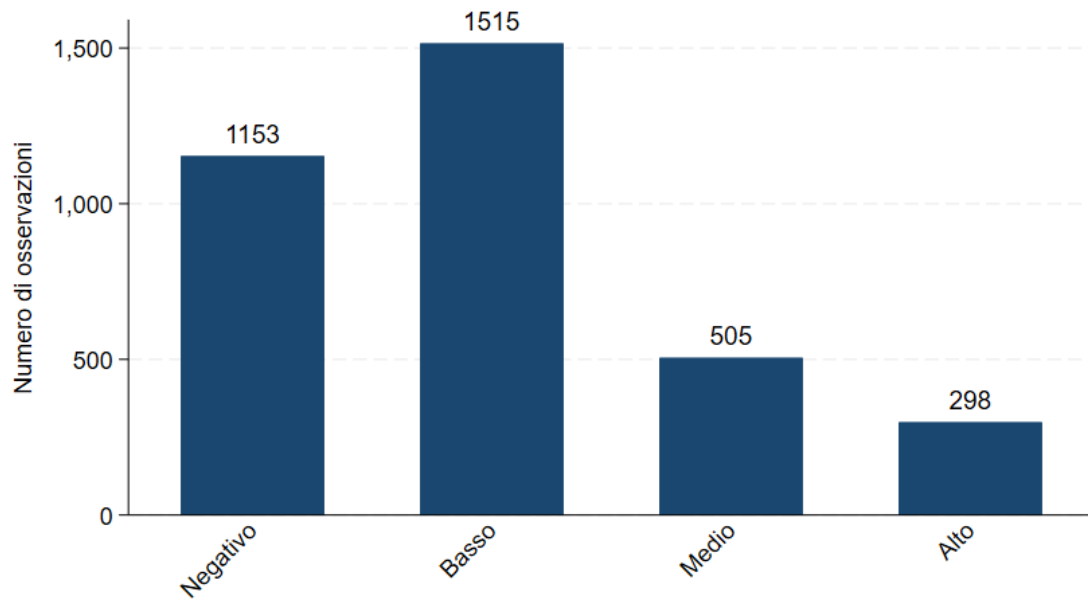
- Società senza indebitamento, quindi con Posizione finanziaria netta negativa. Si tratta di società con un'ottima salute finanziaria che sono in equilibrio finanziario, con più cassa di debito, che quindi presentano indicatore *leverage* inferiore a 0.
- Società con livello di indebitamento compreso tra 0 e 1, che hanno un livello di indebitamento ottimale visto che il capitale di rischio è superiore ai debiti finanziari verso terzi. Si tratta di un livello di indebitamento considerabile adeguato, apprezzabile ma non eccessivo per favorire la gestione caratteristica delle imprese. Infatti, un livello di debito contenuto è spesso considerato funzionale per il buon andamento dell'attività d'impresa.
- Società con livello di indebitamento compreso tra 1 e 2, che hanno un rapporto tra Posizione finanziaria netta e Patrimonio netto accettabile.
- Società con livello di indebitamento superiore a 2, nelle quali quindi si fa ricorso con grande insistenza a risorse finanziarie di banche e altri finanziatori per operare sul mercato.

È stata generata una variabile dicotomica che assume quattro livelli diversi corrispondenti alle quattro classi dimensionali, denominata *leverage classe dimensionale*.

Nello specifico, al fine di esaminare come varia l'effetto dell'evento M&A sulla performance operativa delle imprese per sottogruppi di imprese, questa variabile assume valore pari a:

- “1” in caso di leverage negativo, ossia se $leverage \leq 0$;
- “2” in caso di leverage basso, ossia se $0 < leverage \leq 1$;
- “3” in caso di leverage medio, ossia se $1 < leverage \leq 2$;
- “4” in caso di leverage alto, ossia se $leverage > 2$.

Figura 10. Distribuzione delle osservazioni societarie per categorie di indebitamento.

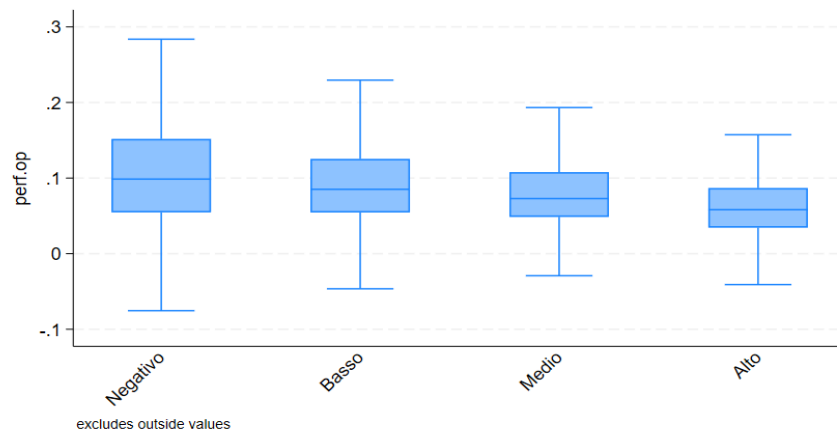


Fonte: Dati elaborati con Stata 18.5

La Figura 10 evidenzia che la maggior parte delle società del campione registra un livello di indebitamento negativo o basso. In particolare, il grafico mette in evidenza che il sottoinsieme di società più numeroso è quello con un livello di indebitamento basso (1.515 osservazioni).

Questo è sintomo che gran parte delle *bidder companies* italiane sono società che si trovano in uno stato di salute finanziaria apprezzabile e allo stesso tempo si può dedurre che le operazioni di M&A lato acquirente sono effettuate soprattutto da soggetti economici che possiedono una sostenibilità finanziaria nella finestra temporale considerata.

Figura 11. Distribuzione della performance operativa per livelli di indebitamento



Fonte: Dati elaborati con Stata 18.5

La specificazione del modello è la seguente:

$$\begin{aligned} perf.op_{it} = & \beta_0 + \beta_1 M\&A_i + \beta_2 Post_{it} \\ & + \beta_3 (MA \times Post \times leverage_{classe dimensionale})_{it} \\ & + \beta_4 leverage_{it} + \beta_5 \log(dip)_{it} + \alpha_j + \gamma_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

In particolare, questo modello mira ad approfondire se sia individuale o meno un effetto significativo sulla performance operativa causato dall'interazione tra la variabile *M&A#Post* e la variabile *leverage classe dimensionale*.

Tabella 15. I risultati del modello secondo i livelli di indebitamento

	(5)
	perf. op.
M&A	0,015*
	(0,008)
Post	-0,006
	(0,005)
M&A # Post	-0,009
	(0,008)
leverage classe dimensionale=2	-0,018**
	(0,007)
leverage classe dimensionale=3	-0,023**
	(0,010)
leverage classe dimensionale=4	-0,037***
	(0,012)
M&A # leverage classe dimensionale=2	-0,004
	(0,010)
M&A # leverage classe dimensionale =3	-0,017
	(0,013)
M&A # leverage classe dimensionale =4	-0,012
	(0,013)
Post # leverage classe dimensionale =2	0,001
	(0,007)
Post # leverage classe dimensionale=3	0,001
	(0,010)

Post # leverage classe dimensionale=4	-0,003 (0,011)
M&A # Post # leverage classe dimensionale=2	-0,003 (0,010)
M&A # Post # leverage classe dimensionale=3	0,007 (0,013)
M&A # Post # leverage classe dimensionale =4	0,002 (0,016)
leverage	-0,002 (0,003)
log(dip)	0,004** (0,002)
Costante	0,088*** (0,011)
N° osservazioni	3.471
R ²	0,284
Adj. R ²	0,245

Note: i) Effetti fissi inclusi: codice settoriale (NACE) e data di completamento dell'operazione; ii) Errori standard clusterizzati a livello di singola impresa; iii) Errori standard tra parentesi.

* $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

Fonte: Elaborazione personale su osservazioni campionarie

L'obiettivo è studiare le conseguenze che le operazioni M&A generano, tenendo conto del livello di indebitamento, classificato in quattro fasce, con la classe 1 omessa che svolge la funzione di categoria di riferimento. Di conseguenza la variabile *M&A#Post* è legata alla classe 1, ossia alle osservazioni di società con *leverage* negativo.

Le interpretazioni desumibili dalla *Tabella 15* sono le seguenti:

→ Il coefficiente legato alla variabile *M&A#Post* non è statisticamente significativo. Pertanto la variabile *M&A#Post* non è particolarmente esplicativa per spiegare il fenomeno M&A nelle società con PFN negativa. Nello specifico, sono comprese in questo sottoinsieme le imprese con indice di indebitamento negativo, ossia quelle società che sotto il profilo finanziario possiedono disponibilità finanziarie superiori rispetto ai debiti finanziari esistenti. Secondo teorie legate alla crescita aziendale, le società appartenenti a questo

raggruppamento sono quelle capaci di generare generalmente flussi finanziari positivi, che possono essere destinati a rifinanziare il *core business* adottando una politica di crescita organica tramite l'autofinanziamento o, in alternativa, crescere per linee esterne acquisendo altre realtà produttive. Per questa categoria di imprese gli investimenti M&A potrebbero essere benefici in termini reddituali. Tuttavia, tale tendenza non è confermata nel breve termine dai dati.

- I coefficienti legati alla variabile *leverage classe dimensionale* assumono valori negativi; nello specifico -0,018 per le società della classe 2 (indebitamento basso), -0,023 per le società della classe 3 (indebitamento medio) e -0,037 per le società della classe 4 (indebitamento elevato). I p-value associato a questi coefficienti sono significativi al livello del 5% per le classi 2 e 3 e all' 1% per la classe 4. Pertanto, ciò conferma che al crescere dell'indebitamento l'effetto negativo sulla performance operativa è via via più forte; tale risultato si allinea alla visione economica secondo cui società che registrano alta tensione finanziaria pregiudicano il più delle volte anche l'attività tipica gestionale.
- Le interazioni *M&A#leverage* individuano l'eventuale scostamento dell'effetto M&A rispetto alla classe 1, a seconda delle diverse fasce di *leverage*. Seppur i coefficienti delle tre classi (-0,04; -0,017; -0,012) sono negativi, non è possibile affermare che l'appartenenza ad una specifica fascia di indebitamento influenza la potenza dell'impatto che le operazioni di fusione e acquisizione generano nelle imprese; infatti, i coefficienti correlati a questa variabile non sono statisticamente significativi.
- L'interazione tripla tra le variabili dicotomiche non genera ulteriori risultati significativi. I coefficienti legati rispettivamente alle variabili *M&A#leverage classe dimensionale* assumono valore pari a -0,003, +0,007 e +0,02. Il segno delle classi 3 e 4 indica che nelle società più indebitate l'effetto negativo delle M&A è meno marcato rispetto alla categoria di riferimento 1; tuttavia, l'impatto rispetto alle società con PFN positiva è incerto: non risulta esserci una relazione significativa derivante dall'interazione tripla, visto che il p-value associato ai coefficienti di suddetta variabile dicotomica è superiore ai livelli di significatività.
- La variabile *leverage* non è più significativa poiché, creando la variabile *leverage classe dimensionale*, questa perde la sua capacità esplicativa, che viene trasferita a quest'ultima.

→ Il coefficiente legato al regressore $\log(dip)$ è pari a +0,004. Tale coefficiente è statisticamente significativo. Viene confermato che all'aumentare della variabile $\log(dip)$ cresce anche la performance operativa, come nel modello di base (2b).

L'impatto di un debito crescente sulla redditività operativa di società che registrano livelli di indebitamento elevati è solitamente peggiorativo sullo stato di salute economico delle società medesime. Questo risultato viene confermato dal modello (5); infatti la variabile *leverage classe dimensionale* conferma il fenomeno secondo cui esista una relazione negativa tra livello di indebitamento e performance operativa, che va sempre più a estendersi con il crescere dell'insostenibilità del debito finanziario. Tuttavia, non si rileva una significatività derivante dalla tripla interazione con le variabili dummy *M&A* e *Post*, non producendo risultati robusti. In sintesi, non risulta esserci uno scostamento degli effetti M&A sulla performance operativa in base ai diversi livelli di indebitamento che possiede una *bidder company* nella finestra temporale considerata.

Si è deciso di affrontare il problema sulla base del numero di dipendenti, analogamente a quanto appena analizzato, suddividendo ora le società in base alla trasformazione logaritmica del numero di dipendenti, che rappresenta nelle successive analisi la prospettiva scelta per approfondire la dimensione aziendale di un'impresa.

Nello specifico, sono state raggruppate le aziende nelle seguenti categorie¹⁸:

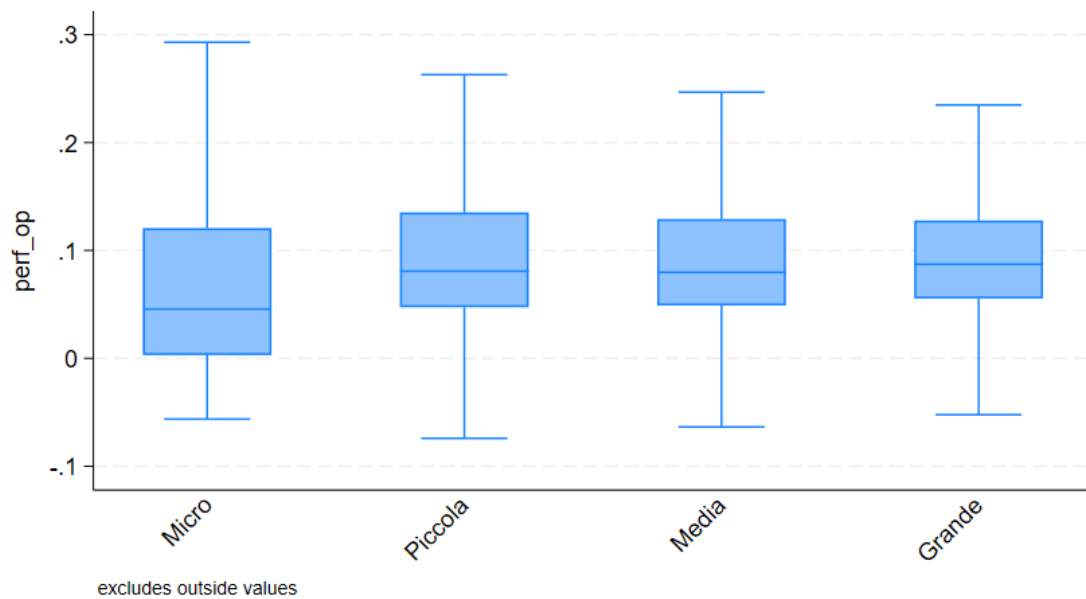
- Microimprese: aziende con un organico annuo inferiore a 10 unità;
- Piccole imprese: aziende con un organico annuo compreso tra le 10 e 49 unità;
- Medie imprese: aziende con un organico annuo compreso tra le 50 e 250 unità;
- Grandi imprese: aziende con un organico annuo superiore a 250 unità.

Per la costruzione del modello si sono riprodotti i medesimi passi effettuati in precedenza nel raggruppamento delle società per livelli di indebitamento.

L'unica variante è che, rispetto al caso *leverage*, in questo caso si è voluto approfondire il fenomeno M&A distinguendo per classi di $\log(dip)$.

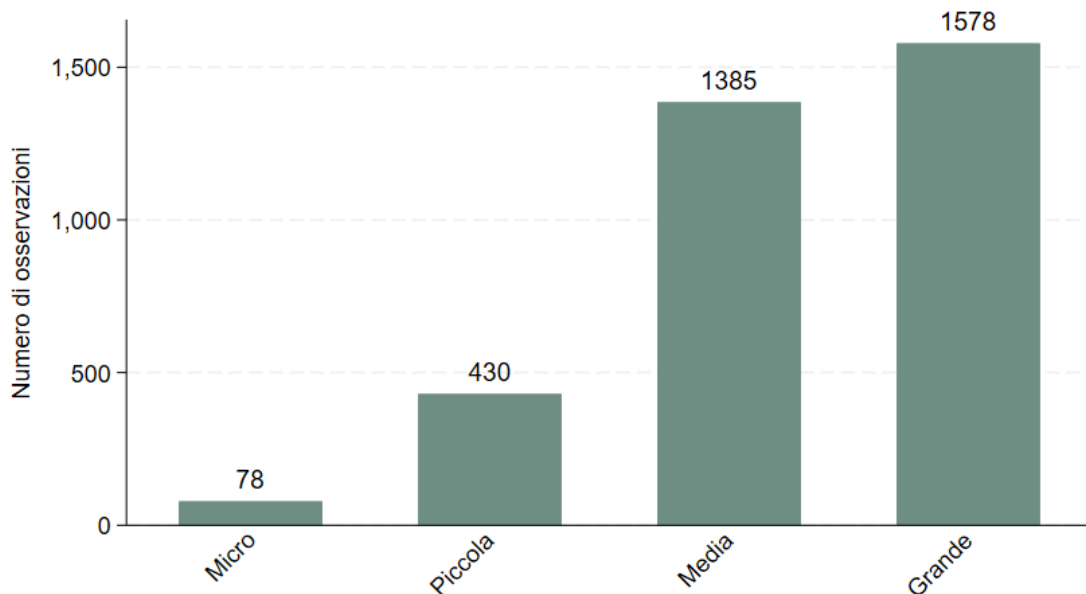
¹⁸ Queste soglie sono state fissate sulla base della definizione UE delle PMI (Unioncamere 2024). Per approfondire si veda <https://sni.unioncamere.it/notizie/definizione-di-pmi-nuove-soglie-dimensionali-ue-nel-2024>.

Figura 12. Distribuzione della performance operativa rispetto a classi di $\log(dip)$



Fonte: Dati elaborati con Stata 18.5

Figura 13. Distribuzione della dimensione aziendale, espressa in termini di $\log(dip)$



Fonte: Dati elaborati con Stata 18.5

La Figura 13 evidenzia come la maggior parte delle società nell'arco temporale considerato si collocano tra le medie e le grandi imprese. È del tutto normale che siano le società più grandi ad effettuare operazioni M&A *buy-side*; tuttavia, non è da sottovalutare il fatto che emerge, allo stesso tempo, la centralità nel sistema economico italiano delle

piccole e medie imprese che risultano essere molto attive nell'attivazione di queste strategie di crescita esterna.

La specificazione del modello è la seguente:

$$\begin{aligned} perf.op_{it} = & \beta_0 + \beta_1 M\&A_i + \beta_2 Post_{it} \\ & + \beta_3 (MA \times Post \times \log(dip) \text{ classedimensionale})_{it} \\ & + \beta_4 leverage_{it} + \beta_5 \log(dip)_{it} + \alpha_j + \gamma_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (6)$$

Tabella 16. Regressione di perf. op. per classi di dipendenti (log(dip))

	(6) perf. op.
M&A	-0,035 (0,044)
Post	-0,022 (0,029)
M&A # Post	0,049 (0,036)
log(dip) classe dimensionale=2	-0,022 (0,037)
log(dip) classe dimensionale=3	-0,037 (0,038)
log(dip) classe dimensionale=4	-0,039 (0,039)
M&A # log(dip) classe dimensionale=2	0,042 (0,046)
M&A # log(dip) classe dimensionale=3	0,054 (0,045)
M&A # log(dip) classe dimensionale=4	0,037 (0,044)
Post # log(dip) classe dimensionale=2	0,024 (0,029)
Post # log(dip) classe dimensionale=3	0,013 (0,029)
Post # log(dip) classe dimensionale=4	0,017

	(0,029)
M&A#Post#log(dip) classe dimensionale=2	-0,079**
	(0,037)
M&A#Post#log(dip) classe dimensionale=3	-0,064*
	(0,036)
M&A#Post#log(dip) classe dimensionale=4	-0,053
	(0,036)
leverage	-0,011***
	(0,002)
log(dip)	0,007***
	(0,003)
Costante	0,097**
	(0,038)
N° osservazioni	3.471
R ²	0,278
Adj. R ²	0,241

Note: i) Effetti fissi inclusi: codice settoriale (NACE) e data di completamento dell'operazione; ii) Errori standard clusterizzati a livello di singola impresa; iii) Errori standard tra parentesi.

* $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

Fonte: Elaborazione personale su osservazioni campionarie

Le interpretazioni desumibili dai risultati della *Tabella 16* sono le seguenti:

- In questo caso la variabile *M&A#Post* identifica l'effetto M&A sulla redditività operativa delle *bidder companies* classificate micro-imprese; il coefficiente ad essa correlato risulta ancora non significativo, come nel modello (5).
- A differenza dei risultati del modello (5), la diversa dimensione aziendale non ha un effetto significativo sulla performance operativa.
- I coefficienti legati alla variabile dicotomica *MA#Post#log(dip)classe dimensionale*, derivante dalla tripla interazione, sono statisticamente significativi. Infatti, in questo caso, risulta esserci uno scostamento significativo tra le micro-imprese rispetto a due altre categorie di imprese, ossia le piccole imprese e le medie imprese. In particolare, suddetti coefficienti assumono valore pari a -0,079 e -0,064 e sono significativi rispettivamente al livello del 5% e del 10%. Invece, per quanto riguarda le grandi imprese, si presenta una situazione di incertezza, manifestata da un p-value superiore rispetto al livello di

significatività del 10% e dall'intervallo di confidenza, i cui estremi sono di segno divergente, contenendo anche lo zero di conseguenza. Il segno dei coefficienti di tale variabile di interazione enfatizza la differenza dell'effetto Post-M&A delle classi successive alla classe 1 (piccole imprese, medie imprese e grandi imprese) rispetto alla fascia delle micro-imprese. Nello specifico, le piccole imprese (classe 2) hanno un effetto Post-M&A peggiore di 7,9 punti percentuali. rispetto alla classe 1, le medie imprese (classe 3) hanno un effetto di circa 6,4 punti percentuali.

Dal punto di vista economico, questa analisi degli scostamenti rispetto alla categoria delle micro-imprese evidenzia come le imprese non appartenenti a tale classe, ossia la maggior parte delle imprese del campione dopo il completamento dell'operazione M&A subiscono un effetto meno impattante rispetto a questa categoria di riferimento.

Inoltre, si è voluto analizzare se l'effetto M&A sia così forte e influente da riuscire a comportare un passaggio di classe dimensionale delle società acquirenti, da micro a medio-imprese e così via. In particolare, il seguente modello apre alla possibilità di valutare un eventuale superamento delle soglie definite in precedenza. Il modello è stato implementando ipotizzando anche un passaggio di più classi da parte delle società appartenenti al campione nel periodo di tre anni (seppur un incremento dimensionale che comporti il passaggio di due o più classi è alquanto difficile nella realtà).

Per fare ciò è stata creata una variabile a servizio del modello, la variabile *max classe postM&A* finalizzata a individuare la massima classe raggiunta post M&A. La variabile dipendente del modello, denominata *sup.soglia*, assume valore pari a 1 se l'impresa cresce di fascia dopo l'ultimazione M&A oppure 0 altrimenti, escludendo i casi in cui la società si collocava già nella massima classe "4" delle grandi imprese.

Sono state costituite due specificazioni:

$$\begin{aligned} sup.soglia_{it} = & \beta_0 + \beta_1 M\&A_i + \beta_2 Post_{it} + \beta_3 (MA \times Post)_{it} \\ & + \beta_4 leverage_{it} + \beta_5 \log(dip)_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (7a)$$

L'equazione (7a) non include gli effetti fissi relativi a codice settoriale (NACE) e la data di completamento dell'operazione.

Tuttavia, si è deciso di implementare anche il modello (7b) in cui sono inserite tali informazioni nella specificazione del modello come variabili fattoriali. La specificazione del modello risulta essere:

$$\begin{aligned} \text{sup.soglia}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 M\&A_i + \beta_2 Post_{it} + \beta_3 (MA \times Post)_{it} \\ & + \beta_4 leverage_{it} + \beta_5 \log(dip)_{it} + \beta_6 \alpha_j + \beta_7 \gamma_t + \varepsilon_{it}, \end{aligned} \quad (7b)$$

dove α_j e γ_t rappresentano le due variabili fattoriali aggiunte.

In entrambi i modelli non è stato possibile assorbire tali informazioni con il comando *absorb()* in quanto *logit* non supporta direttamente gli effetti fissi.

Tabella 17. Regressione superamento fascia dimensione aziendale¹⁹

	(7a)	(7b)
	sup.soglia	sup.soglia
M&A	0,365	0,691
	(0,320)	(0,549)
leverage	-0,151	0,013
	(0,127)	(0,200)
log(dip)	0,553**	0,909***
	(0,277)	(0,311)
Costante	-4,283***	-4,031*
	(1,350)	(2,301)
N° osservazioni	820	253
Pseudo R ²	0,041	0,202

Note: i) Errori standard clusterizzati a livello di singola impresa; ii) Errori standard tra parentesi.

* $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

Fonte: Elaborazione personale su osservazioni campionarie

Come evincibile nella *Tabella 17*, per entrambi i modelli le *bidder companies* di operazioni M&A non hanno una probabilità di crescere di classe dopo che hanno compiuto tale operazione di finanza straordinaria, visto che i coefficienti correlati alle variabili *M&A*, *Post* e *M&A#Post* sono tutti non significativi.

¹⁹ In questo caso si è implementata una regressione su Stata tramite il comando *logit* anziché *reghdfe*, poiché la variabile dipendente è binaria.

Per quanto riguarda le altre variabili esplicative, si può notare la significatività della variabile $\log(dip)$: la dimensione aziendale iniziale è un fattore che impatta fortemente la probabilità di crescere; questo è normale visto che la variabile $sup.soglia$ è fortemente influenzata da $\log(dip)$. Invece, non esiste una correlazione significativa tra leverage e il superamento soglia.

Pertanto, il passaggio di classe dimensionale non è una diretta conseguenza delle operazioni M&A, il che suggerisce che le *bidder companies* non registrano un cambiamento statisticamente distinguibile nella probabilità di superare la soglia attuale. Presumibilmente, la crescita dimensione è legata ad altri fattori estranei alle operazioni M&A, quali ad esempio condizioni macroeconomiche o cambiamenti normativi legate alla sicurezza e alla tutela del lavoratore, che non vengono catturati nelle specificazioni implementate.

Capitolo VII Analisi dinamica

7.1 Andamento temporale della redditività operativa

Può essere interessante includere variabili *pre* e *post* e verificare se i coefficienti associati siano o meno significativi per evidenziare la variazione subita dalla variabile dipendente *perf. op.* nel corso dei sette anni considerati per ciascuna società. In concreto, vogliamo approfondire se i due gruppi, quello di trattamento e quello di controllo, presentino un andamento della redditività operativa simile nell'intervallo temporale considerato, senza prendere in considerazione (per il momento) l'effetto M&A sulla performance operativa²⁰.

Le dummy relative ai tre anni che vengono prima dell'evento M&A sono state identificate con *pre3*, *pre2*, *pre1*. Le dummy inerenti ai tre anni successive sono state definite *post1*, *post2*, *post3*.

Per fare ciò è stata stimata una regressione lineare ad effetti fissi:

$$\begin{aligned} perf.op.it = & \beta_0 + \beta_1 M\&A_i + \beta_2 pre3_{it} + \beta_3 pre2_{it} + \beta_4 pre1_{it} \\ & + \beta_5 post1_{it} + \beta_6 post2_{it} + \beta_7 post3_{it} \\ & + \beta_8 leverage_{it} + \beta_9 log(dip)_{it} + \alpha_j + \gamma_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (8)$$

La variabile dipendente *perf. op._{it}* continua ad esprimere la performance operativa da spiegare con il modello, che corrisponde al rapporto tra EBITDA e totale attivo dell'impresa *i* nel periodo *t*.

Questa impostazione non mira a stimare l'impatto che le operazioni di fusione e acquisizione generano sulla profittabilità aziendale delle società acquirenti, ed infatti non è stata operata un'interazione tra le variabili temporali e la variabile M&A.

I regressori inseriti in questo modello sono:

- *pre3_{it}*, *pre2_{it}* e *pre1_{it}* sono le variabili che catturano la dinamica temporale di *perf. op.* rispettivamente 3, 2 e 1 periodi prima dell'evento M&A.
- *post1_{it}*, *post2_{it}* e *post3_{it}* sono le variabili che catturano la dinamica temporale di *perf. op.* rispettivamente 1, 2 e 3 periodi dopo dell'evento M&A.
- *leverage_{it}* rappresenta la leva finanziaria dell'impresa.
- *log(dip)_{it}* rimane l'ulteriore variabile di controllo, legata al numero dei dipendenti.

²⁰ Per la specificazione dell'equazione (8) non è stato adottato un approccio DiD.

- α_j rappresenta gli effetti fissi di settore (assorbiti con CodiceNACERev2corecode4).
- γ_t rappresenta gli effetti fissi temporali, riguardante la data di completamento dell'operazione.

Tabella 18. Risultati modello 'Andamento temporale della redditività operativa'

	(8)
	perf. op.
M&A	0,004 (0,004)
pre3	0,013*** (0,003)
pre2	0,014*** (0,003)
pre1	0,007*** (0,002)
post1	-0,004** (0,002)
post2	-0,004 (0,003)
post3	0,000 (0,003)
leverage	-0,011*** (0,002)
log(dip)	0,004** (0,002)
Costante	0,074*** (0,010)
N° osservazioni	3471
R ²	0,275
Adj. R ²	0,238

Note: i) Effetti fissi inclusi: codice settoriale (NACE) e data di completamento dell'operazione; ii) Errori standard clusterizzati a livello di singola impresa; iii) Errori standard tra parentesi.

* $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

Fonte: Elaborazione personale su osservazioni campionarie

Le interpretazioni ricavabili dal modello sviluppato soprastante sono le seguenti:

- La variabile M&A presa singolarmente non è significativa, seppur vale la pena sottolineare che non ha una interazione con le dummy temporali.
- Tutte e tre le variabili pre_t sono altamente significative e con segno positivo (0,013; 0,014; 0,007), il che suggerisce che la performance operativa delle *bidder companies* sia aumentata, generalmente, già prima che avvenisse l'evento M&A, con effetti più forti nei periodi -3 e -2. Ciò potrebbe significare che molte società acquirenti che effettuano operazioni M&A si trovano già in una fase di crescita pre-transazione M&A con livelli più alti di EBITDA e fatturato. In sintesi, in termini di *perf. op.* i coefficienti *pre* suggeriscono come generalmente si osservi un aumento della redditività operativa in ciascuno dei tre esercizi contabili precedenti rispetto all'anno in cui si concretizza la transazione M&A.
- L'andamento della performance operativa nei tre periodi successivi all'M&A dovrebbe dipendere dai tre regressori $post_t$. In realtà, l'unico coefficiente significativo è quello associato alla variabile $post1$, pari a -0,004. Si rileva, dunque, una tendenza negativa della performance anche nell'esercizio contabile immediatamente successivo rispetto alla conclusione della transazione M&A. Invece, i coefficienti associati alle variabili $post2$ e $post3$ sono statisticamente non significativi, aprendo di conseguenza ad una situazione di incertezza circa l'andamento della redditività operativa e una possibile inversione di tendenza.
- I coefficienti legati alle variabili *leverage* e *log(dip)* si confermano significativi e di egual segno del modello (2b). Il coefficiente negativo rafforza ulteriormente la relazione esiste tra il livello di indebitamento e la redditività aziendale: ricorre ad un uso più assiduo di debito corrisponde un impatto negativo sulla performance operativa aziendale, che tende a diminuire.

Le dummy che identificano il periodo pre-M&A evidenziano un andamento migliorativo nel tempo della performance operativa (nei tre anni osservati prima della conclusione dell'operazione), espressa sempre in termini di *perf. op.* (EBITDA su Totale attivo): le società che hanno effettuato M&A mostravano una crescita della redditività nei tre esercizi di bilancio chiusi prima dell'anno in cui si è verificato l'evento di fusione o acquisizione. Il miglioramento della performance operativa osservata negli anni precedenti potrebbe essere la naturale conseguenza di una strategia aziendale più completa di alcune imprese che sono finanziariamente più solide e, poiché in crescita, più

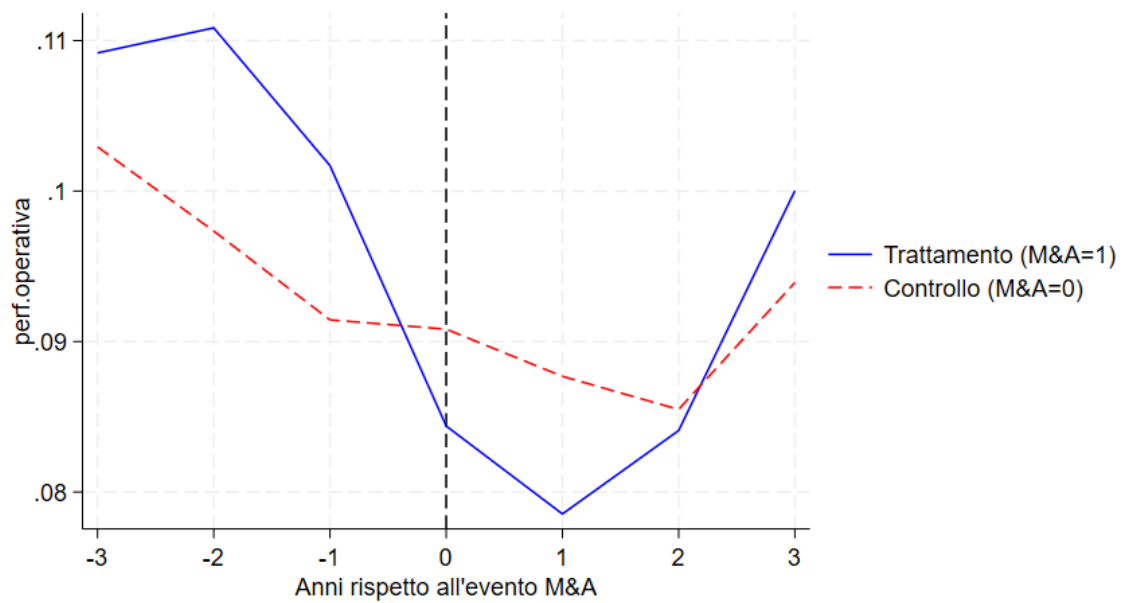
propense a intraprendere operazioni di crescita esterna, dimostrandosi con maggior appeal per optare per queste operazioni di finanza straordinaria. Il fatto che la performance operativa sia in crescita nel periodo pre-M&A può rafforzare la volontà di attivare strategie di espansione tramite M&A, seppur la specificazione del modello (9) non dimostri che siano proprio le M&A a far crescere la redditività operativa (visto che non c'è una variabile di interazione).

Pertanto, il campione selezionato in Italia è composto prevalentemente da società in fase di crescita e ci saranno presumibilmente poche *bidder companies* che sfruttano acquisizioni per risolvere problemi di natura economica.

I risultati deducibili legati al periodo pre-M&A sono coerenti con la *Resource-Based View* di Barney (1991), secondo cui le M&A possono rappresentare una vera e propria leva strategica per ottenere risorse e *know-how* necessari a raggiungere o mantenere una posizione di vantaggio competitivo sostenibile nel mercato di riferimento. Barney afferma che solitamente sono le società che hanno registrato profitti superiori negli ultimi periodi a essere propense nell'intraprendere le M&A, poiché più equipaggiate ad affrontare l'integrazione con realtà aziendali più piccole come metodo per rafforzarsi e velocizzare la propria crescita. In sintesi, l'analisi temporale implementata non è in contraddizione con la teoria di Barney che, avendo dei punti in comune, suggerisce che sono le imprese più redditizie ad essere le *bidder companies* che attivano operazioni M&A come ulteriore leva per consolidare e ampliare il proprio vantaggio competitivo ulteriormente (Barney 1991).

Tuttavia, la teoria di Barney non è supportata nel periodo post M&A: la tendenza di crescita non è confermata, come evidenziato nella *Figura 14*. I dati riportati nella *Tabella 18* non confermano che le *bidder companies* italiane abbiano continuato a crescere anche dopo l'evento M&A, andando nel periodo successivo al verificarsi dell'evento M&A in contrasto con la strategia di consolidamento del vantaggio competitivo di Barney.

Figura 14. Andamento della performance operativa attorno alle M&A



Fonte: Dati elaborati con Stata 18.5

La Figura 14 sintetizza le interpretazioni descritte inerenti la variazione della redditività operativa del gruppo di trattamento, identificato dalla linea continua di colore blu, e del gruppo di controllo, identificato dalla linea tratteggiata di colore rosso, negli anni attorno all'evento M&A. Si può osservare una performance operativa del gruppo di trattamento superiore rispetto a quella del gruppo di controllo negli anni antecedenti l'evento M&A (-3; -2; -1), seppur in discesa per entrambi i gruppi; negli anni -1 e 0, il declino è particolarmente brusco per il gruppo di trattamento, mentre si rileva una stabilizzazione per il gruppo di controllo. Dopo l'M&A, le aziende del gruppo trattamento mostrano un possibile recupero della performance operativa, tornando vicine ai livelli pre-M&A entro l'anno +3. Tuttavia, il modello econometrico (8) registra come questa ripresa è incerta, suggerendo dubbi circa benefici di medio termine per il gruppo di trattamento.

7.2 Il modello dinamico

L'approccio dinamico nell'analizzare campioni è particolarmente utile in casi come il nostro nel quale i dati sono osservati su un intervallo temporale ove ci può essere una dipendenza temporale delle osservazioni. Le osservazioni che seguono possono dipendere da quelle passate. Nella trattazione inerente alle mitigazioni di tipo statico al modello originale si sono presentati alcuni profili di criticità intrinseci alla staticità del modello di cui soffre questo approccio. Si propone ora un approccio DiD dinamico che riesca a spiegare in un'unica specificazione dinamica l'impatto delle fusioni e acquisizioni sulla

redditività operativa. Tale approccio viene anche definito *event study analysis*, in quanto rappresenta un metodo statistico di supporto per determinare l’impatto di uno specifico evento, nel nostro caso l’operazione M&A, su una serie dati (Michael R. Roberts 2012).

Ai fini della nostra ricerca questa analisi consente di ripartire nel tempo le eventuali ripercussioni significative prodotte dalle operazioni M&A a breve e a lungo termine e l’eterogeneità non osservata nella stima.

Dunque, questo studio permette di controllare gli eventuali riflessi individuali non osservabili, riducendo la distorsione nelle stime.

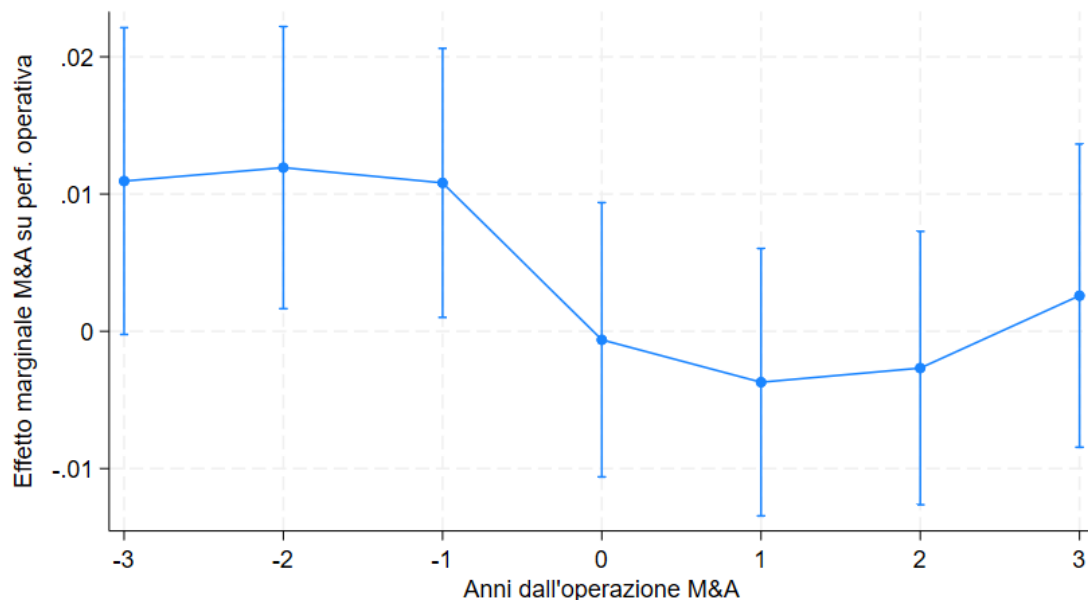
Per l’implementazione della regressione dinamica su Stata è stata generata la variabile *time_to_treat*, che identifica la distanza temporale di una determinata osservazione economica-patrimoniale del campione rispetto all’anno in cui si è verificato l’evento M&A. Questa variabile è una variabile fattoriale che va da -3 a +3.

Inoltre, sono state soppresse le variabili *Post* e *M&A#Post*, presenti nell’equazione (2).

In sintesi, la specificazione di un modello di regressione dinamica è la seguente:

$$\begin{aligned} perf.op.it = \beta_0 + \beta_1 (timetotreat \times M\&A)_{it} + \beta_2 leverage_{it} \\ + \beta_3 log(dip)_{it} + \alpha_j + \gamma_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (9)$$

Figura 15. Effetto dinamico M&A sulla performance operativa (effetti di trattamento)



Fonte: Dati elaborati con Stata 18.5

La *Figura 15* rappresenta l'*event-study plot* dell'effetto di trattamento, ossia mette in evidenza l'impatto causale stimato dell'evento M&A sulla performance operativa. Nello specifico, rileva l'effetto dinamico marginale del trattamento M&A su *perf. op.*, spaccettato a livello temporale, secondo gli anni dall'operazione M&A (da -3 a +3). L'asse delle ordinate esprime la differenza attesa della performance operativa per le società del gruppo di trattamento rispetto al gruppo di controllo, in ogni anno. La *Figura 15* è coerente con la regressione dinamica in cui è inserita la variabile *i.time_to_treat###i.M&A*. Si registra anche graficamente come a partire dall'anno in cui si verifica la transazione M&A si verifica un chiaro effetto negativo di M&A sulla performance operativa, in coerenza con i risultati interpretabili dalla *Tabella 19*.

L'output del modello (9) è il seguente:

Tabella 19. Risultati modello dinamico

	(9)
	perf. op.
time to treat=-2	-0,000 (0,003)
time to treat=-1	-0,006* (0,004)
time to treat=0	-0,008* (0,004)
time to treat=+1	-0,011*** (0,004)
time to treat=+2	-0,011** (0,005)
time to treat=+3	-0,009* (0,005)
M&A	0,011* (0,006)
time to treat=-2 # M&A	0,001 (0,004)
time to treat=-1 # M&A	-0,000 (0,005)
time to treat=0 # M&A	-0,012*

	(0,006)
time to treat=+1 # M&A	-0,015**
	(0,006)
time to treat=+2 # M&A	-0,014**
	(0,006)
time to treat=+3 # M&A	-0,008
	(0,007)
leverage	-0,011***
	(0,002)
log(dip)	0,004**
	(0,002)
Costante	0,083***
	(0,010)
N° osservazioni	3.471
R ²	0,277
Adj. R ²	0,239

Note: i) Effetti fissi inclusi: codice settoriale (NACE) e data di completamento dell'operazione; ii) Errori standard clusterizzati a livello di singola impresa; iii) Errori standard tra parentesi.

* $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Fonte: Elaborazione personale su osservazioni campionarie

L'output del modello evidenzia che l'analisi econometrica è predisposta su un campione di 3.471 osservazioni, al netto di quelle relative a valori non disponibili. L' R^2 del modello è pari a 0,277 e l' R^2 aggiustato assume valore 0,239. Pertanto, la capacità esplicativa del modello è apprezzabile.

I coefficienti su cui occorre soffermarsi sono quelli derivanti dall'interazione della variabile *time to treat* e con la dummy *MA*, quest'ultima già ampiamente utilizzata durante lo studio statico del fenomeno M&A.

→ Nello specifico, si può osservare come la *Tabella 19* metta in evidenza come i coefficienti che legano queste due variabili prima dell'evento M&A siano non significative. Questo è coerente con l'idea secondo cui società che si apprestano ad effettuare operazioni M&A non vengano impattate da queste operazioni già a partire dagli ultimi tre esercizi contabili annuali chiusi precedentemente.

- Invece, a partire dall'anno in cui viene conclusa l'operazione M&A, la variabile fattoriale *time to treat#M&A* assume un ruolo strategico per descrivere la variazione della redditività operativa delle *bidder companies*. In particolare, nell'anno in cui avviene l'M&A, identificato da *time to treat* = 0, queste imprese subiscono già un calo della performance operativa (-0,012) che viene confermato anche nei due esercizi contabili successivi (-0,015 e -0,014). Se si considera invece il terzo periodo successivo all'M&A, allora si manifesta una situazione di incertezza: c'è una piccola apertura alla possibilità che l'M&A inizi a impattare positivamente sulla performance operativa.
- Il fatto che, almeno inizialmente, accada che le operazioni M&A peggiorino la performance operativa non è affatto una cosa strana: è frequente che si manifestino post-operazione cambiamenti strutturali che nel breve termine comportino costi ingenti, di cui tener conto nelle trattative, che vengono assorbiti i primi anni e, solo ampliando l'orizzonte temporale la realtà unità riuscirà a beneficiare dall'operazione M&A in termini di margini operativi.
- La variabile *leverage* rimane una variabile altamente significativa e il coefficiente correlato assume valore negativo, pari a -0,011; ne consegue che ad un maggiore livello di indebitamento è associata una riduzione significativa della performance operativa, supportando la tesi secondo cui una leva finanziaria elevata può essere un fattore di rischio che pregiudica la redditività operativa aziendale.

Infine, la trasformazione logaritmica del numero di dipendenti, *log(dip)*, risulta essere pari a 0,004 e significativa, condizionando positivamente la performance aziendale, come nel modello statico di base (2b).

Le variabili sono state inserite considerando gli effetti fissi di tutte le variabili dummy, oltre ad aver assorbito gli effetti fissi del settore di appartenenza come nei modelli statici esaminati in precedenza. La regressione statica mostrava un impatto significativo di *M&A#Post* su *perf. op.*, che viene confermato anche studiando il fenomeno adottando un approccio dinamico.

Il modello dinamico è ben specificato e mette in risalto la significatività della variabile fattoriale *time to treat#M&A* nei periodi: 0, +1 e +2.

Sul piano interpretativo le conseguenze che ne derivano sono le seguenti.

Il modello dinamico (9) è in grado di stimare la distribuzione dell'effetto M&A nel tempo sulla redditività aziendale, andando di fatto a rispondere all'Ipotesi 5 fatta per il modello

di base (2b), definita “Invarianza alla storia” nel Capitolo V, che risulta essere alquanto restrittiva. Infatti, viene confermato come le conseguenze di un’operazione M&A non sono tutte immediate e l’effetto M&A può essere mutevole e incostante nel tempo; le sinergie hanno bisogno di tempo per concretizzarsi, è necessaria una forte armonia nell’operatività aziendale fin da subito, altrimenti il processo di integrazione può rallentare i benefici e i vantaggi ipotizzati prima della chiusura dell’operazione possono venir meno. Il modello statico non catturava questi aspetti di assoluta importanza, seppur siano difficili da quantificare sia in termini di portata che di tempistiche. Viene confermato ciò che viene sostenuta dalla letteratura economica: la creazione di valore delle M&A non avviene subito in un unico momento ma richiede tempo e pazienza necessari affinché la complementarità di risorse e competenze aziendali generino effettivamente sinergie.

Siccome non si registrano benefici circa l’andamento della performance operativa successiva derivante dall’operazione M&A, questo elemento può accomunare il fenomeno M&A avvenuto in Italia nella finestra temporale considerata ad un concetto, definito *Hubris Hypothesis*, di cui si è già discusso nel Capitolo IV (Roll 1986). Con questo termine l’autore afferma come i manager delle società spesso attivano operazioni M&A per eccessiva fiducia nelle loro capacità manageriali piuttosto che per creare valore sinergico tra realtà aziendali. Accade non di rado che i manager di imprese in crescita reputino la crescita per linee esterne una strategia di crescita ulteriore *tout court*.

Poiché nel paragrafo 7.1 è emerso che le *bidder companies* italiane stavano già crescendo prima del trattamento M&A, non è da escludere che i manager di queste imprese abbiano interpretato i dati economico-finanziari positivi come una conferma delle proprie capacità manageriali. Tale convinzione potrebbe averli indotti verso strategie di crescita esterna tramite operazioni M&A senza motivazioni oculute e razionali alla base, spinti più da un senso di fiducia eccessiva che da un’analisi oggettiva delle opportunità.

In questo scenario, il paradosso sarebbe quello di distruggere valore piuttosto di generarne di aggiuntivo. Va tuttavia sottolineato che questa ipotesi di *overconfidence* manageriale, seppur frequente, è forte, poiché addebita l’insuccesso economico delle operazioni M&A principalmente alle decisioni del top management.

Tuttavia, l’eventuale diminuzione dei margini operativi non è sempre imputabile ai manager; potrebbero verificarsi svariate cause che portano all’insuccesso di un’operazione M&A, quali ad esempio costi di ristrutturazione non programmabili e

difficoltà di integrazione non prevedibili, di cui non si è tenuto conto nelle trattative tra le parti, che possono tradursi in difficoltà iniziali e inefficienze temporanee tali da pregiudicare le sinergie operative e condizionare, quindi, la redditività di breve termine. In ogni caso, la crescita nel lungo periodo non è garantita; se le sinergie ipotizzate non emergessero, allora il ritorno effettivo nelle imprese in cui si è investito potrebbe rivelarsi negativo, come discusso nel Capitolo IV.

Conclusioni

Lo studio quantitativo, discusso sia da un punto di vista statico che dinamico, ha rilevato una serie di importanti risultati. Il fenomeno M&A in Italia impatta negativamente sulla redditività operativa delle *bidder companies* che si attivano per operazioni di finanza straordinaria M&A. L'analisi gode di una robustezza apprezzabile dei risultati, seppur possa essere arricchita, studiando lo stesso fenomeno con un approccio differente, ad esempio adottando il PSM al posto di sfruttare la funzionalità di Orbis "Confronto Gruppo dei Pari". È possibile arricchire l'analisi studiando l'impatto M&A su altri indicatori economico-patrimoniali che misurano la redditività aziendale, oppure estendo l'analisi secondo un criterio finanziario piuttosto che contabile e tenendo conto di fattori non considerati, come la tassazione.

L'approccio adottato per condurre l'analisi inerente al fenomeno M&A si discosta dagli studi quantitativi basati sui mercati finanziari. Si è ritenuto più consono applicare alle operazioni M&A che hanno coinvolto il tessuto economico-imprenditoriale italiano un approccio che fa riferimento ai contributi dell'economia industriale e alle ricerche legate al processo di integrazione delle realtà aziendali, proprio considerata la specificità delle PMI italiane, le quali sono perlopiù estranee alle dinamiche e ai meccanismi riconducibili tipicamente ai mercati finanziari. I risultati dei modelli econometrici sviluppati sono in linea con questi filoni di ricerca, e fanno emergere riflessioni anche di tipo qualitativo circa la crucialità del processo di integrazione e del ruolo del top management, che risultano essere dei fattori determinanti per spiegare la creazione o la distruzione di valore delle operazioni M&A.

Il modello statico rappresenta una buona base di partenza per studiare il fenomeno, bensì l'approccio dinamico aggiunge considerazioni qualitative importanti; l'effetto M&A non è tutto immediato, bensì è richiesto del tempo affinché si possano produrre benefici da queste operazioni di finanza straordinaria. Tempo che però non è definibile con certezza, e dipende dalle specificità delle realtà aziendali coinvolte. Analizzando il campione delle *bidder companies* italiane generalmente nella finestra temporale triennale di breve termine non si registrano significativi benefici; tuttavia, si può notare una contrazione della performance operativa che potrebbe essere addebitabile a costi correlati a inefficienze operative iniziali e ristrutturazioni interne derivanti dal processo di integrazione delle realtà aziendali unite.

Bibliografia

- 2 Aprile 2025. <https://www.ilsole24ore.com/art/da-consob-si-ops-unicredit-bpm-via-28-aprile-AGSKgluD>.
- Anup Agrawal, Jeffrey F. Jaffe. «Post-Merger Performance Puzzle.» 2000.
- Barney, Jay. «Firm Resources and Sustained Competitive Advantage.» *Journal of Management* 17, n. 1 (1991): 99-120.
- Borsa italiana. *Borsa italiana*. 6 Giugno 2025. <https://www.borsaitaliana.it/>.
- Bureau van Dijk, Orbis. <https://login.bvdinfo.com/R1/Orbis>
- Codice Civile. *artt. 2359-2423-2497-2501 c.c.*
- Commissione di studio CNDCEC “Valutazioni per il bilancio”. «Documenti di studio: Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili.» *Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili*. 15 Marzo 2024. <https://commercialisti.it/documenti-studio/ebitda-e-pfn-a-fini-valutativi-e-negoziali/>.
- Damodaran, Aswath. *The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority*. Stern School of Business, 2005.
- . *The Value of Synergy*. Stern School of Business, 2005.
- Ernst & Young. «Comunicato stampa: Ernst & Young.» *Ernst & Young*. 7 Gennaio 2025. https://www.ey.com/it_it/newsroom/2025/01/ey-ma-barometer-review-2024-preview-2025.
- Fabio Quarato, Carlo Salvato. «Osservatorio AUB: Presentazione XVI edizione.» *Cattedra AIDAF-EY*. 3 Febbraio 2025. <https://aidaf-ey.unibocconi.eu/it/osservatorio-aub/xvi-edizione-dellosservatorio-aub>.
- Gaughan, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. John Wiley & Sons, 2010.
- Harrison, J. S., Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, R. D. «Synergies and Post-Acquisition Performance: Differences versus Similarities in Resource Allocations.» *Journal of Management* 17, n. 1 (Marzo 1991): 173-190.
- Haspeslagh, Philippe C., and David B. Jemison. *Making acquisitions work*. 1991.
- Istat. *Comunicato stampa: Istat*. 14 Novembre 2023. <https://www.istat.it/comunicato-stampa/censimento-permanente-delle-imprese-2023-primi-risultati/#>.
- Jensen, Michael C. «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers.» *The American Economic Review* 76, n. 2 (1986): 323-329.

- Klaus Gugler, Dennis C Mueller, B.Burcin Yurtoglu, Christine Zulehner. «The effects of mergers: an international comparison.» *International Journal of Industrial Organization* 21, n. 5 (2003): 625-653.
- Livermore, Shaw. «The Success of Industrial Mergers.» *The Quarterly Journal of Economics* 50, n. 1 (Novembre 1935): 68-96.
- Major David R. King, Dan R. Dalton, Catherine M. Daily, Jeffrey G. Covin. «Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators.» *Strategic Management Journal* 25, n. 2 (2003): 187-200.
- Marcelo Bianconi, Chih Ming Tan. «Evaluating the instantaneous and medium-run impact of mergers and acquisitions on firm values.» *International Review of Economics & Finance* 59 (2019): 71-87.
- Marianne Bertrand, Sendhil Mullainathan. «Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences.» *Journal of Political Economy* 111, n. 5 (Ottobre 2003): 1043-1075.
- Mediobanca. «Investore relations: Mediobanca.» *Mediobanca*. 28 Aprile 2025. <https://www.mediobanca.com/it/investor-relations/mediobanca-28-aprile.html>.
- Michael R. Roberts, Toni M. Whited. *Endogeneity in Empirical Corporate Finance*. Working paper FR11-29, Simon Business School, Rochester (NY): Simon School working papers, 2012.
- MergerMarket. 2024. <https://www.mergermarket.com>
- Philip G. Berger, Eli Ofek. «Diversification's effect on firm value.» *Journal of Financial Economics* 37, n. 1 (1995): 39-65.
- Richard S. Ruback, Michael C. Jensen. «The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence.» *Journal of Financial Economics* 11 (Aprile 1983): 5-50.
- Roll, Richard. «The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers.» *The Journal of Business* 56, n. 2 (Aprile 1986): 197-216.
- Rosen, Richard J. «Merger Momentum and Investor Sentiment: The Stock Market Reaction to Merger Announcements.» *The Journal of Business* 76, n. 2 (2006): 987-1017.
- Singh, Ajit. *Takeovers: Their Relevance to the Stock Market and the Theory of the Firm*. Cambridge University Press, 1971.
- Sospensione Ops Unicredit - Banco BPM*. Delibera n. 23562 (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, 21 Maggio 2025).
- Unioncamere. *Notizie: Unioncamere*. 15 Gennaio 2024. <https://sni.unioncamere.it/notizie/definizione-di-pmi-nuove-soglie-dimensionali-ue-nel-2024>.

Appendice

version 18.5

```
import excel "C:\Users\FreePC\Desktop\TESI MAGISTRALE\parte
quantitativa\modelli\Campione osservazioni.xlsx", sheet("DEF") firstrow clear
destring EBITDA PFNLIQUIDITA DIPENDENTI TOTALEATTIVO CP, replace force
```

* Generazione variabili da inserire nel modello

```
gen perf_op=EBITDA/TOTALEATTIVO
gen log_dip=ln(DIPENDENTI)
gen leverage=PFNLIQUIDITA/CP
```

* Tabella osservazioni by M&A e Post

```
tab MA Post, row col cell
```

* Istogramma Ebitda

```
histogram EBITDA if EBITDA <= 500000, percent normal
```

* Statistiche descrittive

```
estpost tabstat perf_op leverage log_dip, by(MA) statistics(mean sd min max count)
columns(statistics)
esttab using "tabstat_MA.rtf", cells("mean sd min max count") replace nonumber
nomtitle noobs label title("Statistiche descrittive delle variabili principali")
```

* Distribuzione EBITDA per M&A

```
twoway (histogram EBITDA if MA==0 & EBITDA >= -100000 & EBITDA <= 200000,
percent color(blue%60) bin(13) legend(label(1 "M&A = 0"))) (histogram EBITDA if
MA==1 & EBITDA >= -100000 & EBITDA <= 200000, percent color(red%60) bin(13)
legend(label(2 "M&A = 1"))), title("Distribuzione EBITDA per M&A") legend(order(1
2) pos(11) ring(0))
```

* Distribuzione leverage per M&A

```
twoway (histogram leverage if MA==0 & leverage >= -10 & leverage <= 10, percent
color(blue%60) bin(9) legend(label(1 "M&A = 0"))) (histogram leverage if MA==1 &
leverage >= -10 & leverage <= 10, percent color(red%60) bin(9) legend(label(2 "M&A
= 1"))), title("Distribuzione leverage per M&A") legend(order(1 2) pos(11) ring(0))
```

* EBITDA e leverage collocati al 1° e 99esimo percentile

```
sum EBITDA, detail
gen p1_EBITDA = r(p1)
gen p99_EBITDA = r(p99)
sum leverage, detail
gen p1_leverage = r(p1)
gen p99_leverage = r(p99)
```

```
gen outlier = (EBITDA < p1_EBITDA | EBITDA > p99_EBITDA | leverage <
p1_leverage | leverage > p99_leverage)
```

* Grafico relazione perf. op. e leverage

```
scatter perf_op leverage if !outlier & MA==0, msymbol(circle) mcolor(blue) || scatter
perf_op leverage if !outlier & MA==1, msymbol(triangle) mcolor(red) legend(label(1
"società non coinvolte in M&A") label (2 "Bidder companies di operazioni M&A"))
title("Relazione tra perf. operativa e leverage")
```

* Test di significatività delle differenze

```
ttest perf_op if !outlier, by(MA)
ttest leverage if !outlier, by(MA)
ttest log_dip if !outlier, by(MA)
estpost ttest perf_op if !outlier, by(MA)
eststo ttest_opprof
estpost ttest leverage if !outlier, by(MA)
eststo ttest_leverage
estpost ttest log_dip if !outlier, by(MA)
eststo ttest_log_dip
esttab ttest_opprof ttest_leverage ttest_log_dip using "t_test_MA.rtf",
cells("mu_1(fmt(3)) mu_2(fmt(3)) b(fmt(3)) se(fmt(3)) t(fmt(3)) p(fmt(3)) ci(fmt(3))")
label replace nonumber noobs nomtitle title("Test t di media per variabili chiave (M&A)")
varlabels(_cons "Variabile") collabels("M&A = 0" "M&A = 1" "Differenza" "Errore
Std." "t" "p-value" "IC 95%") mgroups("Variabili", pattern(1 0 0 0 0 0) span)
```

* Regressione modello completo 1

```
reghdfe perf_op i.MA##i.Post leverage log_dip, absorb(i.CodiceNACERev2corecode4
i.Completeddateddeal) vce(cluster Company)
eststo modellocompleto_1
esttab modellocompleto_1 using "campionecompleto(1).rtf", replace se star(* 0.10 **
0.05 *** 0.01) b(3) se(3) label compress
```

* Rimozione outlier EBITDA, leverage e residui

```
reghdfe perf_op i.MA##i.Post leverage log_dip, absorb(i.CodiceNACERev2corecode4
i.Completeddateddeal) vce(cluster Company) resid(residui)
graph box residui, title("Distribuzione dei residui") ytitle("Residui")
sum residui, detail
gen p1_residui = r(p1)
gen p99_residui = r(p99)
gen outlier_modello = (EBITDA < p1_EBITDA | EBITDA > p99_EBITDA | leverage <
p1_leverage | leverage > p99_leverage | residui < p1_residui | residui > p99_residui)
tabulate outlier_modello
count if outlier_modello == 0 & !missing(perf_op, leverage, log_dip, MA, Post,
CodiceNACERev2corecode4, Completeddateddeal, Company)
```

* Regressione modello ristretto / di base 2

```
reghdfe perf_op i.MA##i.Post leverage log_dip if outlier_modello == 0,
absorb(i.CodiceNACERev2corecode4 i.Completeddatedeal) vce(cluster Company)
eststo modellodefinitivo_2
esttab modellodefinitivo_2 using "campioneristretto(2).rtf", replace se star(* 0.10 ** 0.05
*** 0.01) b(3) se(3) label compress
```

* Regressione statica con log dipendenti come variabile dip.

```
reghdfe log_dip i.MA##i.Post leverage if outlier_modello == 0,
absorb(i.CodiceNACERev2corecode4 i.Completeddatedeal) vce(cluster Company)
eststo modellodipendenti_3
esttab modellodipendenti_3 using "dipendenti(3).rtf", replace se star(* 0.10 ** 0.05 ***
0.01) b(3) se(3) label compress
```

* Modello intrasocietario

```
gen treat = (RelativeYear >= 0 & RelativeYear <= 3)
encode Company, generate(Company_num)
reghdfe perf_op treat leverage log_dip if MA == 1 & outlier_modello == 0,
absorb(i.Company_num i.CodiceNACERev2corecode4 i.Completeddatedeal)
vce(cluster Company_num)
eststo modello_intrasocietario4
esttab modello_intrasocietario4 using "modello_intra-societario(4).rtf", replace se star(*
0.10 ** 0.05 *** 0.01) b(3) se(3) label compress
```

* Test tendenze parallele e grafico

```
gen early_adopter = .
replace early_adopter = 1 if inlist(Completeddatedeal, 2017, 2018) & MA == 1 & Post
== 0
replace early_adopter = 0 if inlist(Completeddatedeal, 2019, 2020) & MA == 1 & Post
== 0
gen time_to_MA = Year - Completeddatedeal
reghdfe perf_op c.time_to_MA##i.early_adopter leverage log_dip if MA == 1 & Post ==
0 & time_to_MA < 0, absorb(i.CodiceNACERev2corecode4 i.Completeddatedeal)
vce(cluster Company)
eststo modello_tendenzeparallele5a
esttab modello_tendenzeparallele5a using "tendenzeparallele_completo.rtf", replace se
star(* 0.10 ** 0.05 *** 0.01) b(3) se(3) label compress
reghdfe perf_op c.time_to_MA##i.early_adopter leverage log_dip if MA == 1 & Post ==
0 & time_to_MA < 0 & outlier_modello == 0, absorb(i.CodiceNACERev2corecode4
i.Completeddatedeal) vce(cluster Company)
eststo modello_tendenzeparallele5b
esttab modello_tendenzeparallele5b using "tendenzeparallele_ristretto.rtf", replace se
star(* 0.10 ** 0.05 *** 0.01) b(3) se(3) label compress
```

```

testparm c.time_to_MA#1.early_adopter
preserve
collapse (mean) perf_op, by(time_to_MA early_adopter)
twoway (line perf_op time_to_MA if early_adopter == 1 & inrange(time_to_MA, -3, -1),
lcolor(blue) lpattern(solid)) (line perf_op time_to_MA if early_adopter == 0 &
inrange(time_to_MA, -3, -1), lcolor(red) lpattern(dash)), xlabel(-3(1)-1) ylabel(,
format(%9.2f)) ytitle("Performance operativa") legend(order(1 "Early Adopters" 2 "Late
Adopters")) title("Test delle Tendenze Parallele: Performance operativa Pre-M&A")
restore

```

* Rimozione buffer period

```

reghdfe perf_op i.MA##i.Post leverage log_dip if outlier_modello == 0 & RelativeYear
!= -1, absorb(i.CodiceNACERev2corecode4 i.Completeddatedeal) vce(cluster Company)
eststo modellosenzabuffer
esttab modellosenzabuffer using "modellosenzabuffer.rtf", replace se star(* 0.10 ** 0.05
*** 0.01) b(3) se(3) label compress

```

* Regressione con società suddivise by classe di indebitamento e grafici

```

gen leverage_classe_dimensionale = .
replace leverage_classe_dimensionale = 1 if leverage <= 0
replace leverage_classe_dimensionale = 2 if leverage > 0 & leverage <= 1
replace leverage_classe_dimensionale = 3 if leverage > 1 & leverage <= 2
replace leverage_classe_dimensionale = 4 if leverage > 2
reghdfe perf_op i.MA##i.Post###i.leverage_classe_dimensionale leverage log_dip if
outlier_modello == 0, absorb(i.CodiceNACERev2corecode4 i.Completeddatedeal)
vce(cluster Company)
eststo classi_indebitamento_5
esttab classi_indebitamento_5 using "classi_indebitamento_5.rtf", replace se star(* 0.10
** 0.05 *** 0.01) b(3) se(3) label compress
gen debt_order = leverage_classe_dimensionale if outlier_modello == 0
label define debtlbl 1 "Negativo" 2 "Basso" 3 "Medio" 4 "Alto"
label values debt_order debtlbl
graph bar (count), over(debt_order, label(angle(45))) bar(1, color(navy))
title("Distribuzione dei livelli di indebitamento") ytitle("Numero di osservazioni")
blabel(bar, size(medium) color(black))
graph box perf_op, over(debt_order, label(angle(45))) title("Distribuzione della
performance operativa per livelli di indebitamento") ytitle("perf.operativa") nooutsides

```

* Regressione con società suddivise by log dipendenti e grafici

```

gen dipendenti_classe_dimensionale = .
replace dipendenti_classe_dimensionale = 1 if (log_dip <= ln(10))
replace dipendenti_classe_dimensionale = 2 if (log_dip > ln(10) & log_dip <= ln(50))
replace dipendenti_classe_dimensionale = 3 if (log_dip > ln(50) & log_dip <= ln(250))
replace dipendenti_classe_dimensionale = 4 if (log_dip > ln(250))

```

```

reghdfe perf_op i.MA##i.Post##i.dipendenti_classe_dimensionale leverage log_dip if
outlier_modello == 0, absorb(i.CodiceNACERev2corecode4 i.Completeddatedeal)
vce(cluster Company)
eststo modelloclassidip6
esttab modelloclassidip6 using "modello_classi_log_dip(6).rtf", replace se star(* 0.10 **
0.05 *** 0.01) b(3) se(3) label compress
gen size_order = dipendenti_classe_dimensionale if outlier_modello == 0
label define sizelbl 1 "Micro" 2 "Piccola" 3 "Media" 4 "Grande"
label values size_order sizelbl
graph bar (count), over(size_order, label(angle(45))) bar(1, color(teal))
title("Distribuzione delle classi dimensionali") ytitle("Numero di osservazioni")
blabel(bar, size(medium) color(black))
graph box perf_op, over(size_order, label(angle(45)))title("Distribuzione della
performance per classi dimensionali") ytitle("perf_op") nooutsides

* Superamento dimensione aziendale
gen classe_dim_numerica = .
replace classe_dim_numerica = 1 if (log_dip <= ln(10))
replace classe_dim_numerica = 2 if (log_dip > ln(10) & log_dip <= ln(50))
replace classe_dim_numerica = 3 if (log_dip > ln(50) & log_dip <= ln(250))
replace classe_dim_numerica = 4 if (log_dip > ln(250))
gen classe_at_MA = .
bysort Company (RelativeYear): replace classe_at_MA = classe_dim_numerica if
RelativeYear == 0
bysort Company (RelativeYear): replace classe_at_MA = classe_at_MA[_n-1] if
missing(classe_at_MA)
egen max_classe_post_MA = max(classe_dim_numerica) if RelativeYear > 0,
by(Company)
gen supera_soglia = .
replace supera_soglia = 1 if max_classe_post_MA > classe_at_MA & classe_at_MA < 4
replace supera_soglia = 0 if max_classe_post_MA <= classe_at_MA & classe_at_MA <
4
logit supera_soglia i.MA##i.Post leverage log_dip if outlier_modello == 0 &
classe_at_MA < 4, vce(cluster Company)
eststo modellosup7a
esttab modellosup7a using "modellosup(7a).rtf", replace se star(* 0.10 ** 0.05 *** 0.01)
b(3) se(3) label compress
logit supera_soglia i.MA##i.Post leverage log_dip i.CodiceNACERev2corecode4
i.Completeddatedeal if outlier_modello == 0 & classe_at_MA < 4, vce(cluster Company)
eststo modelsup7b
esttab modelsup7b using "modellosup(7b).rtf", se rtf keep(1.MA 1.Post 1.MA#1.Post
leverage log_dip) replace title("Risultati Logit: Variabili selezionate") mtitles("Modello
Logit") coeflabels(1.MA "MA=1" 1.Post "Post=1" 1.MA#1.Post "MA*Post" leverage
"Leverage" log_dip "Log Dip") nostar

```

```

* Analisi temporale perf. operativa, senza valutare impatto M&A, e grafico
gen pre3 = (RelativeYear == -3)
gen pre2 = (RelativeYear == -2)
gen pre1 = (RelativeYear == -1)
gen event_year = (RelativeYear == 0)
gen post1 = (RelativeYear == 1)
gen post2 = (RelativeYear == 2)
gen post3 = (RelativeYear == 3)
reghdfe perf_op i.MA i.pre3 i.pre2 i.pre1 i.post1 i.post2 i.post3 leverage log_dip if
outlier_modello == 0, absorb(i.CodiceNACERev2corecode4 i.Completeddatedeal)
vce(cluster Company)
eststo and_tempo_perf_op
esttab and_tempo_perf_op using "andamento_temporale_perf_op(8).rtf", replace se
star(* 0.10 ** 0.05 *** 0.01) b(3) se(3) label compress
preserve
collapse (mean) perf_op, by(RelativeYear MA)
twoway (line perf_op RelativeYear if MA==1, lcolor(blue) lpattern(solid)
msymbol(circle)) (line perf_op RelativeYear if MA==0, lcolor(red) lpattern(dash)
msymbol(square)), xlabel(-3(1) 3) title("Andamento della performance operativa attorno
alle M&A") ylabel(0) ytitle("Performance operativa") xtitle("Anni rispetto all'evento M&A")
legend(order(1 "Trattamento (M&A=1)" 2 "Controllo (M&A=0)")) xline(0,
lpattern(dash) lcolor(black))
restore

* Modello dinamico
gen time_to_treat = RelativeYear+4
reghdfe perf_op i.time_to_treat##i.MA leverage log_dip if outlier_modello == 0,
absorb(i.CodiceNACERev2corecode4 i.Completeddatedeal) vce(cluster Company)
eststo modello_dinamico
esttab modello_dinamico using "modello dinamico (9).rtf", replace se star(* 0.10 ** 0.05
*** 0.01) b(3) se(3) label compress
preserve
margins time_to_treat, dydx(MA)
marginsplot, xdimension(time_to_treat) xlabel(1 "-3" 2 "-2" 3 "-1" 4 "0" 5 "1" 6 "2" 7
"3") title("Effetto dinamico M&A sulla performance operativa (effetti di trattamento)")
ylabel(0) ytitle("Effetto marginale M&A sulla performance operativa") xtitle("Anni
dall'operazione M&A") legend(off)
restore

```