POLITECNICO DI MILANO

FACOLTÀ DI INGEGNERIA DEI SISTEMI
Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

L'IMPATTO DELLE M&A SULLE PERFORMANCE OPERATIVE NEL POST-IPO

Relatore: Prof. Giancarlo GIUDICI

Correlatore: Ing. Matteo BONAVENTURA

Tesi di laurea di:

Marco ZOLLINO 780875

Anno Accademico 2012-2013

RINGRAZIAMENTI

Ringrazio il mio relatore, il Prof. Giancarlo Giudici, per i preziosi consigli fornitomi, e il mio correlatore, l'Ing. Matteo Bonaventura, per il suo importante supporto durante tutto lo svolgimento di questo lavoro di tesi.

INDICE

INDICE I
INDICE DELLE FIGURE V
INDICE DELLE TABELLE VI
ABSTRACT IX
ABSTRACT (ENGLISH) X
SOMMARIO XI
1. INTRODUZIONE 1
1.1. Le offerte pubbliche iniziali 1
1.1.1. Descrizione e modalità 1
1.1.2. Trade-Off costi-benefici della quotazione 4
1.1.3. La scelta del momento di quotazione 9
1.1.4. Il processo di quotazione 13
1.4.1. Tipologie di collocamento 16
1.1.5. Gli attori 18
1.1.5.1. Lo Sponsor 18
1.1.5.2. Il Global coordinator 19
1.1.5.3. Il Lead manager o Underwriter 20
1.1.5.4. Il Consorzio di collocamento 21
1.1.5.5. Il Financial advisor 22
1.1.5.6. Lo specialista 23
1.2. Fusioni & Acquisizioni 23
1.2.1. Definizione 23
1.2.2. Tipologie di M&A 24
1.2.3. Motivazioni alla base delle M&A 27

1.2.4. Valutazione di un'acquisizione 32
1.2.5. M&A *Waves* 34
2. REVISIONE DELLA LETTERATURA 36
2.1. Legame tra IPO e M&A 37
2.2. Le performance operative nel post-IPO 41
2.3. Performance operative post-M&A 45
2.3.1.Il metodo di pagamento 50
2.3.2. Atmosfera dell'operazione 51
2.3.3. Livello d'indebitamento 52
2.3.4. Liquidità 52
2.3.5. Similarità del business 52
2.3.6. Grandezza dell'impresa target 53
2.3.7. Confini geografici dell'acquisizione 53
3. IL CALCOLO DELLE PERFORMANCE OPERATIVE 55
3.1. Definizione della misura delle performance operative 55
3.2. La scelta del benchmark 59
3.3. La procedura di matching 61
3.4. L'arco temporale 62
3.5. Il modello 63
4. L'ANALISI 66
4.1. Ipotesi di ricerca 67
4.2. La metodologia 69
4.2.1. La scelta della misura di performance 70
4.2.2. Il periodo dell'analisi e calcolo delle OP pre e post 71
4.2.3. Il matching e la definizione dei benchmark 72
4.2.4. Il modello 74
4.2.5. Test di significatività 75
4.3. Determinanti delle performance operative 76

5. IL CAMPIONE D'ANALISI E LE SUE CARATTERISTICHE 77
5.1. Ricerca e selezione dei dati 77
5.2. Descrizione dei campioni 81
5.2.1. Il campione delle IPO che acquistano 81
5.2.2. I campioni di matching delle IPO 84
5.2.3. I campioni di matching delle non IPO 87
5.3. Analisi delle variabili 88
6. EVIDENZE EMPIRICHE E COMMENTI 91
6.1. L'impatto delle M&A sulle OP nel post-IPO 92
6.1.1. Performance assolute (*performance raw*) 92
6.1.2. Performance *IPO-adjusted* 96
6.1.3. Performance *non IPO-adjusted* 98
6.2. Analisi univariate 101
6.2.1. Le dimensioni dell'impresa 101
6.2.2. Il livello d'indebitamento 102
6.2.3. La liquidità 104
6.2.4. Il metodo di pagamento 105
6.2.5. I confini geografici dell'acquisizione 106
6.2.6. Le performance pre-acquisizione 107
6.2.7. La distanza dall'IPO e il numero di acquisizioni 111
6.3. Analisi multivariata 113
6.4. Analisi di robustezza 119
CONCLUSIONI 124
BIBLIOGRAFIA 130

INDICE DELLE FIGURE

Figura 1: IPO tra il 1997 e il 2007 in europa (Italia,Francia,Germania,UK) 13
Figura 2: Le fasi del processo di quotazione..... 14
Figura 3: M&A nel mercato US 35
Figura 4: Distribuzione temporale del campione delle imprese IPO che acquistano (anno di quotazione) 81
Figura 5: Distribuzione temporale delle prime acquisizione delle imprese IPO che acquistano 82
Figura 6: Distribuzione geografica del campione delle imprese IPO che acquistano 83
Figura 7 : Distribuzione temporale delle campione di matching alternativo delle imprese IPO 85
Figura 8: Distribuzione geografica dei due campione di matching di imprese IPO 85
Figura 9: Distribuzione geografica dei due campioni di matching delle imprese non IPO 87

INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1: I costi di quotazione 8
Tabella 2: Caratteristiche dei principali studi sulla variazione delle performance operative nel post-M&A 65
Tabella 3: Distanza temporale tra la data dell'IPO e la data della prima quotazione 83
Tabella 4: Distribuzione settoriale del campione delle imprese IPO che acquistano 84
Tabella 5: Distribuzione settoriale campione di matching principale delle imprese IPO 86
Tabella 6: Distribuzione settoriale campione di matching alternativo delle imprese IPO 86
Tabella 7: Distribuzione settoriale campione di matching principale delle imprese non IPO 87
Tabella 8 : Distribuzione settoriale del campione di matching alternativo delle imprese non IPO 88
Tabella 9: Analisi delle variabili 90
Tabella 10: Performance raw delle imprese IPO che acquistano..... 93
Tabella 11: Performance raw delle imprese IPO che non acquistano 94
Tabella 12: Performance raw delle imprese non IPO..... 95
Tabella 13: Performance delle imprese IPO che acquistano aggiustate con il benchmark delle imprese IPO che non acquistano 96
Tabella 14: : Performance delle imprese IPO che acquistano aggiustate con il benchmark delle imprese non IPO quotate da almeno 5 anni..... 98
Tabella 15: Variazione delle singole componenti che compongono il capitale circolante 99
Tabella 16: Analisi univariata, performance dei sottocampioni divisi per dimensione 102
Tabella 17: Analisi univariata, performance dei sottocampioni divisi per livello d'indebitamento 103
Tabella 18: Analisi univariata, performance dei sottocampioni divisi per livello di riserve liquide detenute 104
Tabella 19: Analisi univariata, performance dei sottocampioni divisi in base al metodo di pagamento..... 105
Tabella 20: Analisi univariata, performance dei sottocampioni divisi in base ai confini geografici dell'acquisizione..... 107

Tabella 21: Analisi univariata, performance dei sottocampioni divisi in base al livello di performance pre acquisizione 108
Tabella 22: Analisi univariata, performance dei sottocampioni divisi in base al livello di sales pre acquisizione 110
Tabella 23:Analisi univariata, performance dei sottocampioni divisi in base alla distanza temporale tra IPO e prima M&A 111
Tabella 24: Analisi univariata, performance dei sottocampioni divisi in base al numero di acquisizione effettuate nel post-IPO 112
Tabella 25: Analisi multivariata, EBITDA su Total asset 115
Tabella 26: Analisi multivariata, EBITDA su Sales 116
Tabella 27: Analisi multivariata, EBITDA - ΔWC su Total asset 117
Tabella 28: Analisi multivariata, EBITDA - ΔWC su Total asset 118
Tabella 29: Analisi di robustezza, performance raw del campione alternativo delle imprese IPO che non acquistano 120
Tabella 30: Analisi di robustezza, performance raw del campione alternativo di imprese non IPO quotate da almeno 5 anni 121
Tabella 31: Analisi di robustezza, performance delle imprese IPO che acquistano aggiustate con il benchmark "alternativo" delle imprese IPO 122
Tabella 32: Analisi di robustezza, performance delle imprese IPO che acquistano aggiustate con il benchmark "alternativo" delle imprese non IPO quotate da almeno 5 anni 123

ABSTRACT

E' oramai dimostrato dalla letteratura che le imprese neo-quotate registrano un calo delle performance operative negli anni successivi alla quotazione, anni nei quali, come evidenziano recenti studi, le stesse imprese sono molto attive nel mercato delle M&A.

Questo lavoro di tesi si è posto l'obbiettivo di verificare quale sia l'impatto di acquisizioni e fusioni sulle performance operative nel post-IPO. Utilizzando un campione di 200 imprese europee quotate tra il 1997 e il 2007 si è dimostrato come le M&A non abbiano un impatto significativo sulle performance operative nel post-IPO e non possano essere annoverate tra le cause del *profitability drop.*

Il metodo di pagamento impatta significativamente sulla variazione delle performance operative: le imprese che utilizzano un metodo di pagamento *cash* sovraperformano significativamente il benchmark delle IPO, e hanno performance decisamente migliori rispetto a quelle che utilizzano un metodo di pagamento *stock* le quali, al contrario sottoperformano il benchmark delle IPO.

Dall'analisi dei dati emerge come le imprese che effettuano IPO, negli anni successivi alla quotazione, gestiscano meglio il capitale circolante rispetto alle altre imprese. La riduzione del loro capitale circolante è imputabile principalmente ad una diminuzione dei crediti commerciali.

Parole chiave: *Initial Public Offering*, IPO, Fusioni, Acquisizioni, M&A, Performance operative, *Profitability drop*, Capitale circolante

ABSTRACT (ENGLISH)

Literature demonstrates that the newly listed companies showed a decline in operating performance in the years following the IPO. In the same years, as evidenced in recent studies, the same companies are very active in the M&A's market. The objective of this thesis is to assess the impact of M&A on operating performance in the period following IPO. Using a sample of 200 European companies listed between 1997 and 2007, it becomes clear that M&As have no impact on post-IPO operating performance and that they can't be considered as a cause of post - IPO decline in performance. The method of payment impacts significantly on changes in operating performance; firms which employ cash payment significantly outperform IPO firms' benchmark and showed significantly higher performance than companies that employ a stock payment, which significantly underperform the IPO firms' benchmark. Finally, this research highlights the fact that in the years following the listing, IPO firms better manage working capital compared to other companies. Reductions in working capital is primarily due to a decrease in account receivables.

Keywords: Initial Public Offering, IPO, Merger, Acquisition, M&A, Operative performance, Profitability drop, Working capital

SOMMARIO

Le offerte pubbliche iniziali (IPO) sono operazioni di finanza straordinaria attraverso le quali le imprese accedono per la prima volta alla quotazioni in un mercato di Borsa.

Molteplici sono le motivazioni che spingono le imprese a quotarsi. La quotazione permette all'impresa di creare un canale di finanziamento diretto con il pubblico degli investitori e porta con se vantaggi di tipo operativo, finanziario e organizzativo. Ulteriori benefici derivano dalla possibilità di accedere al capitale a minor costo, aumentare il potere contrattuale nei confronti delle banche e bilanciare la struttura finanziaria (Pagano, Panetta, & Zingales, 1998).

Benefici innegabili ma non sufficienti a spingere un'impresa ad affrontare un'operazione come l'IPO, operazione decisamente complessa e rischiosa.

Recenti studi hanno evidenziato come il vero motivo che spinge le imprese ad affrontare il processo di quotazione sia un altro: le M&A. Celykurt, Sevilir, Shivdasani (2010) mostrano come il 31% delle matricole del mercato effettui almeno un'acquisizione nello stesso anno dell'IPO, come il 77% lo faccia entro i primi 4 anni

dalla quotazione e come le acquisizioni contribuiscano alla crescita, almeno quanto le Capex e gli investimenti in R&D.

Sono tre le motivazioni fondamentali che spingono un'impresa a quotarsi prima di un M&A: raccogliere liquidità impiegabile nelle future acquisizioni (grazie al nuovo status di “quotata” l'impresa ha la possibilità di accedere al mercato del capitale e del debito a condizioni più favorevoli), creare azioni utilizzabili come mezzo di pagamento e ridurre l'incertezza nella valutazione dell'impresa al fine di condurre acquisizioni più efficienti (Hovakimian e Hutton , 2010).

E' noto che le performance operative conoscono un declino significativo negli anni successivi alla quotazione (Jain e Kini, 1994; Mikkelson, Partch, e Shah, 1995; Pagano, Panetta e Zingales, 1998).

Tre sono le principali teorie che spiegano le cause di questo calo: le asimmetrie informative, la *window of opportunity* e la *window dressing.*

Queste tre spiegazioni sembrano confermate da più ricerche ed esaustive, ma alla luce del forte legame tra IPO e M&A appena indicato, ci si è chiesti se anche le M&A avessero un ruolo nel declino delle performance operative: "L'intensa attività di M&A che coinvolge le matricole del mercato che impatto ha sulle performance operative nel post-IPO?" e ancora "Le M&A contribuiscono al declino delle performance e possono essere annoverate tra le cause del *profitability drop*?".

Per rispondere a queste domande si è misurata la variazione delle performance operative in seguito alla prima acquisizione di un campione di 200 imprese europee

(Italia, Francia,Germania, UK), tutte quotate tra il 1997 e il 2007 e che hanno effettuato almeno un'acquisizione entro i tre anni successivi alla data dell'IPO.

Per isolare l'impatto delle M&A, escludendo le variazioni dovute ad altri fattori come l'andamento del mercato e l'impatto dell'IPO, la variazione assoluta delle performance (*performance raw*) è stata confrontata con un benchmark d'imprese IPO che non hanno acquisito nei 3 anni successivi alla quotazione (*performance IPO-adjusted*). Il benchmark è stato costruito attraverso una procedura di matching 1 a 1 eseguito su: anno dell'IPO, settore industriale, grandezza degli *asset* e perfomance pre-acquisizione. Seguendo sempre gli stessi criteri di matching si sono selezionate imprese non IPO quotate da almeno 5 anni in modo da poter osservare l'andamento delle performance operative anche nei confronti di un benchmark rappresentativo del mercato (*performance non IPO-adjusted*).

Infine, attraverso analisi univariate e multivariate si sono testate alcune variabili caratteristiche legate alle M&A per verificarne l'impatto.

Il lavoro di tesi è organizzato nel seguente modo:

nel capitolo introduttivo sono descritte in maniera generale le IPO e le M&A. Per entrambe si sono approfondite le motivazioni che vi stanno alla base e le principali caratteristiche. Per le IPO si è analizzato il trade-off tra costi e benefici, la scelta del momento di quotazione, le modalità di *pricing* e gli attori coinvolti nel processo, mentre per le M&A si sono descritte le principali tipologie e le metodologie di valutazione.

Il capitolo 2 esamina la letteratura e i principali filoni di ricerca che hanno affrontato il legame tra IPO ed M&A, l'andamento delle performance operative nel post-IPO e nel post-M&A. Come detto in precedenza, un legame tra IPO ed M&A esiste ed è consistente. A confermarlo, oltre a Celykurt, Sevilir, Shivdasani (2010) e Hovakimian e Hutton (2010), ci sono gli studi di Brau e Fawcett(2006) dal cui sondaggio a 336 CFO emerge che il principale motivo che spinge le imprese a quotarsi è quello di "creare" azioni da utilizzare nelle acquisizioni future, e quello di Rau e Stouraris(2008) che mostrano come alle *IPO waves* seguano *M&A waves.*

Passando alle performance operative nel post-IPO la letteratura mostra come quest'ultime conoscano un declino negli anni successivi alla quotazione.

Tre sono le teorie che spiegano questo calo: la prima sostiene che la separazione tra proprietà e controllo che si verifica a seguito della quotazione aumenti i costi d'agenzia gravando sulle performance operative (Leland e Pyle ,1977; Jensen e Meckling, 1976; Myers e Majluf ,1984); secondo la *window of opportunity,* invece, le imprese si quotano in momenti in cui le loro performance sono superiori alla media, al fine di estrarre il massimo ricavo dall'IPO, ma non sono in grado nel lungo periodo di mantenere tali performance andando così incontro ad un declino; infine la *window dressing* afferma che nel periodo precedente alla quotazione le imprese aggiustino al rialzo alcuni parametri operativi al fine di estrarre maggiori benefici.

L'ultima parte di questo capitolo passa in rassegna i principali studi sulla variazione delle performance nel post-M&A. La letteratura è in forte disaccordo: alcuni studi

evidenziano performance in rialzo (Healy e al.,1992; Powell e Stark,2005), altri in ribasso (Yen e Hoshino,2001) e altri stabili (Ghosh, 2001; Martynova e al.,2006). Gli stessi studi divergono anche riguardo a quali variabili caratteristiche delle M&A influenzino le performance.

Il capitolo 3, partendo dall'analisi di due dei principali studi sulla variazione delle performance operative nel post-M&A (Healy e al., 1992 e Ghosh, 2001), valuta le varie metodologie che possono essere impiegate per valutarne la variazione a cavallo di un M&A. Particolare attenzione è stata posta sulle misure di performance operative, sulla scelta del benchmark, sulla procedura di matching e sul modello di ricerca.

Il capitolo 4 riporta nel dettaglio l'analisi svolta. Nella prima parte, rifacendosi ai filoni di ricerca analizzati nei due precedenti capitoli, sono formulate le ipotesi di ricerca. Nella seconda parte viene descritta la metodologia impiegata focalizzandosi sulla scelta delle misure di performance, la procedura di matching e il modello utilizzato. Nell'ultima parte sono presentate le tecniche utilizzate per le analisi univariate e multivariate.

Nel capitolo 5 sono descritte la procedura di raccolta dei dati, le caratteristiche dei campioni e le variabili utilizzate nelle analisi univariate e multivariate.

Nel capitolo 6 sono presentati e commentati i risultati. Sono esposti prima i risultati inerenti alla variazione delle performance operative nel post-M&A e poi quelli relativi alle analisi univariate e multivariate. Gli esiti dell'analisi di robustezza sono esposti nella parte finale del capitolo.

Ciò che emerge è che le M&A non hanno un impatto significativo sulle performance operative nel post-IPO e non possono esser annoverate tra le cause del *profitability*

drop; l'andamento di quest'ultime è simile fra le imprese IPO che acquisiscono e quelle che non lo fanno. I risultati ottenuti sono in linea con gli studi di Ghosh (2001) e Martynova, Oosting, Renneboog (2006), i quali, in un contesto più generale, avevano mostrato il non impatto delle M&A sulle performance operative.

E' confermato come in molti casi le M&A non vengano effettuate per creare valore ma vi siano altre motivazioni alla base. Sicuramente, come mostrano Celykurt, Sevilir, Shivdasani (2010), la crescita gioca un ruolo fondamentale nella scelta di intraprendere un M&A, poiché quest'ultime permettono un'espansione rapida e certamente meno impegnativa rispetto alla crescita organica. Altra spiegazione si può trovare nel problema dei costi di agenzia (McGrath, 2011), sopratutto in un contesto come quello delle IPO, in cui le aspettative sono in genere ottimistiche e tutti gli occhi sono puntati sui manager. Costoro hanno forti interesse privati a concludere acquisizioni, in molti casi anche se i benefici sono minimi o addirittura causano perdite. Spesso acquisire garantisce ai manager un aumento del loro potere e del loro prestigio, e conseguenti vantaggi economici.

Le analisi univariate e multivariate indicano che l'unica variabile che influenza significativamente l'andamento delle performance è il metodo di pagamento: le nuove quotate coinvolte in M&A che utilizzano un metodo di pagamento *cash* sovraperformano significativamente il benchmark delle IPO e hanno performance decisamente migliori rispetto a quelle che utilizzano un metodo di pagamento *stock* le quali, al contrario sottoperformano questo benchmark. Sono confermate le tesi di

Fishman (1989) e Berkovitch e Narayanan (1990): le acquisizioni sono pagate tramite cassa quando esistono forti sinergie e si vuole "battere" la concorrenza, mentre la motivazione delle acquisizioni stock è principalmente quella di sfruttare i vantaggi derivanti della sopravvalutazione.

Un risultato "inaspettato" arriva dal confronto con il benchmark rappresentativo del mercato. Utilizzando misure di performance "classiche" (EBITDA su *Total asset*, EBITDA su *Sales*) , si evidenzia un calo significativo, in linea con le teorie sul *profitability drop*, mentre misurando le performance con indicatori che tengono conto delle variazioni nel capitale circolante (EBITDA-ΔWC su *Total asset*, EBITDA-ΔWC su *Sales*) le IPO che acquistano, e più in generale le IPO, mostrano una variazione nelle performance operative significativamente superiore. A questo proposito si sono analizzate le variazioni delle singole componenti del capitale circolante, scoprendo come a guidare questo aumento delle performance sia una forte riduzione dei crediti commerciali e, in piccola parte, un aumento dei debiti commerciali.

Questi risultati rivelano che le imprese IPO negli anni successivi alla quotazione migliorano la gestione del capitale circolante. Probabilmente il maggior potere contrattuale derivante dal nuovo status d'impresa quotata permette a queste società di rinegoziare i termini di riscossione dei crediti e di pagamento dei debiti a loro favore riuscendo così a ridurre il capitale circolante e migliorare le performance operative.

1. INTRODUZIONE

1.1. Le offerte pubbliche iniziali

1.1.1. Descrizione e modalità

Questo primo capitolo ha come obbiettivo quello di andare a descrivere in maniera generale le IPO (*Initial Public Offering*, in italiano Offerte Pubbliche Iniziali).

Le IPO consistono nell'offerta di titoli societari al pubblico attraverso la quale un'impresa va a quotarsi per la prima volta su un mercato di borsa. Nei seguenti paragrafi andremo ad analizzare quali sono le spinte motivazionali che inducono gli azionisti a voler quotare la propria impresa, quali benefici e quali costi porta con se la quotazione, quali fattori influiscono sulla scelta del momento ottimale per la quotazione, quali *step* caratterizzano il processo di quotazione, quali soggetti sono coinvolti e quali sono e che requisiti d'ammissione richiedono i mercati di borsa.

Come appena detto, le IPO sono operazioni di finanza straordinaria con le quali le imprese si vanno a quotare per la prima volta sul mercato borsistico. Grazie a questa operazione una frazione del capitale di rischio dell'impresa diventa di proprietà pubblica e parte dell'azionariato viene disperso nel pubblico indistinto dei risparmiatori. Dal momento in cui l'operazione è conclusa, il management aziendale

dovrà rispondere non più solo a un gruppo concentrato di azionisti ma a un gruppo d' investitori con caratteristiche diverse e geograficamente disperso.

Quest'operazione fornisce inoltre un'opportunità di uscita totale o parziale dal capitale di rischio ai soci esistenti, i quali possono andare a remunerare il loro investimento, ed è una delle principali opzioni delle società per andare a raccogliere liquidità.

Le modalità tramite cui un'impresa può effettuare un incremento del capitale di rischio sono di due tipi: le emissioni riservate e le emissioni pubbliche.

Le emissioni riservate, a loro volta, si dividono in due tipologie: le emissioni riservate ad investitori privati selezionati e quelle riservate ai soci esistenti. Nelle emissioni riservate ad investitori privati la società individua possibili investitori che potrebbero essere interessati a sottoscrivere privatamente l'investimento ed entrare a far parte dell'azionariato. Nelle emissioni riservate ai soci esistenti viene offerta l'opzione agli azionisti della società o di sottoscrivere una determinata quantità di nuove azioni tramite l'esercizio del diritto di opzione o cedere il proprio diritto ad altri possibili investitori. Con quest'ultima tipologia viene garantita la possibilità ai "vecchi azionisti" di lasciare inalterata la struttura proprietaria della società, possibilità che non viene garantita con l'emissione ad investitori privati.

Le emissioni pubbliche, invece, consistono nella vendita di titoli di nuova emissione al pubblico indistinto dei risparmiatori su un mercato regolamentato. Se è la prima volta che i titoli devono essere ammessi alla negoziazione su un mercato borsistico si fa ricorso al processo di quotazione tramite *Initial Pubblic Offering* se è i titoli sono già

stati ammessi in precedenza al mercato borsistico e si vuole collocare una frazione ulteriore di titoli si farà ricorso ad una *Seasoned Public Offering*. La differenza tra le due è che nella SEO esiste già un prezzo di riferimento per i titoli di nuova quotazione, nelle IPO invece il prezzo va stabilito tramite un complicato processo di *pricing*.

Per quanto riguarda le emissioni pubbliche esistono tre soluzioni per entrare nel capitale sociale della società. La prima è quella che consiste nell'OPV (Offerta Pubblica di Vendita) in cui gli azionisti già presenti nel capitale della società vendono una parte o la totalità delle proprie azioni. In questo caso andranno a raccogliere capitalizzare e a monetizzare il proprio investimento solo gli azionisti offerenti e non la società. La seconda è l'OPS (Offerta Pubblica di Sottoscrizione), con questa soluzione vengono emessi nuovi titoli e la società andrà a raccogliere nuovo capitale. La terza è una soluzione ibrida in cui parte delle azione sono vendute tramite OPV e parte sono emesse tramite OPS e viene definita OPVS (Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione). Con questa soluzione a monetizzare sono sia gli azionisti che vanno a vendere sia la società.

Le IPO sono operazioni complesse che portano le società che decidono di intraprenderle a subire forti cambiamenti. La scelta di ricorrere a questo tipo di operazioni dipende da molti fattori tra cui normative in vigore, sistema economico e caratteristiche specifiche. Prima di decidere di quotarsi ogni società si trova di fronte ad un trade-off tra costi e opportunità conseguenti all'attivazione di questa forma di finanziamento.

Elencate le modalità con cui possono essere svolte le IPO, approfondiremo le motivazioni e le caratteristiche delle imprese che vanno ad affacciarsi per la prima volta sul mercato azionario, analizzando costi e benefici della quotazione.

1.1.2. Trade-Off costi-benefici della quotazione

La quotazione è un evento di grande rilevanza nella vita di una società, esso permette di attivare il canale di finanziamento con il pubblico indistinto dei risparmiatori consentendo all'impresa di raccogliere capitale e/o remunerare i propri azionisti. Dato il grande peso di questa decisione essa va valutata attentamente analizzando sia benefici che costi.

I benefici si possono dividere in quattro categorie (Giudici, 2010):

i. Benefici di natura Operativa: le performance operative sono migliorate dall'ingresso di investitori qualificati nell'impresa, quali gli'investitori istituzionali, inoltre la quotazione è un'importante leva di marketing e certifica la qualità dell'impresa;

ii. Benefici di natura Finanziaria: grazie alla quotazione è possibile andare a ridefinire la struttura finanziaria dell'impresa riducendo il livello d'indebitamento grazie al capitale raccolto, inoltre la certificazione dell'impresa unita alla possibilità di diversificare i propri investimenti finanziari, oltre che alle maggior disponibilità d'informazioni sull'impresa grazie alla *disclosure* del prospetto informativo, permettono all'impresa di esercitare un maggior potere contrattuale nei confronti delle banche andando così a ridurre il costo del capitale (Pagano,Panatta,Zingales,1998)

iii. Benefici di natura Organizzativa: la necessità di gestire un nuovo flusso informativo dall'impresa verso il mercato porta a ridefinire i ruoli aziendali per migliorare il flusso informativo e il sistema di controllo di gestione andando a giovare su tutte le funzioni aziendali, la maggiore visibilità a cui sono soggetti i manager oltre alla possibilità di usare sistemi d'incentivazione come le *stock option* riduce i costi d'agenzia e aumenta la produttività dei manager;

iv. Benefici di natura Fiscale: incentivi e sgravi fiscali dovuti alla quotazione che sono esistiti per un certo arco temporale;

Ai benefici "classici" ne possono essere aggiunti ulteriori individuati da Pagano,Panatta e Zingales(1998):

il primo beneficio individuato dai tre studiosi è quello che riguarda il diminuire del costo del capitale legato all'opportunità di diversificare il proprio portafoglio a seguito dell'IPO e dei ricavi a essa connessi, sia in maniera diretta acquistando titoli di altre imprese sul mercato borsistico sia in maniera indiretta compiendo acquisizioni per ridurre il rischio del business. Un altro beneficio è quello della disciplina del comportamento dei manager nei confronti degli azionisti, essendo una società quotata valutata in ogni istante se i manager non massimizzano il valore dell'impresa rischiano di essere vittime di acquisizioni ostili che mettono a rischio il loro posto di lavoro.

Oltre ai benefici, la quotazione comporta notevoli costi che possono essere divisi in diretti e indiretti:

i. Costi Diretti: si compongono di varie voci a partire dai costi legati alle consulenze legali e strategiche degli *advisor* passando dai costi per la certificazione dei bilanci e per la redazione della documentazione richiesta dalle autorità di vigilanza fino ad arrivare ai costi per la promozione dell'offerta verso il pubblico, per la preparazione e lo svolgimento del road show (tecnica attraverso la quale viene presentata l'offerta agli investitori istituzionali) e per la stampa e la diffusione del prospetto informativo, oltre che ai compensi per tutti gl'intermediari che hanno partecipato all'operazione. Inoltre vi è la *fee* che va corrisposta alla società di borsa per la quotazione e negli anni successivi. Tra i costi diretti si può infine considerare anche il costo legato all'*underpricing*, costo opportunità legato al fatto di mettere in vendita azioni ad un prezzo inferiore a quello che viene riconosciuto alla fine del primo giorno di contrattazioni, gli azionisti lasciano sul tavolo un possibile guadagno (*money left on the table*).

ii. Costi Indiretti: sono tutti quei costi derivanti dall'adozione e mantenimento dello status d'impresa quotata. I cambiamenti a livello di ruoli e funzioni aziendali portano oltre che benefici anche costi, da ricordare vi è il costo legato alla nascita del servizio di *investor relation* che si occuperà di produrre e gestire il flusso informativo tra impresa e mercato. Questo obbligo di mantenere costantemente aggiornato il mercato porta con se un ulteriore costo legato alla diffusione di informazioni sensibili verso i competitor. La maggior trasparenza dettata dalle normative del mercato di borsa, inoltre, porta le imprese a rinunciare ad alcune operazioni di tipo fiscale o finanziario.

Oltre ai costi "classici", appena elencati, ci sono altri costi che affiorano in presenza di un'IPO: i costi d'agenzia (Pagano,Panatta,Zingales,1998). I costi di agenzia generati dalle asimmetrie informative si manifestano tramite la selezione avversa e l'azzardo morale.

A causa della selezione avversa, le imprese quotande giovani e di piccole dimensioni, sulle quali il mercato ha un livello di informazioni ancora limitato e che quindi potrebbero sfruttare un momento di euforia del mercato per vendere azioni sopravvalutate, sono costrette a ricorrere all'aiuto di *venture capitalist* e fondi di private *equity* per portare a buon fine l'operazione ma ad un costo maggiore rispetto ad una situazione d'informazione perfetta.

I costi connessi all'azzardo morale derivano dall'impossibilità di osservare il comportamento degli azionisti di maggioranza che potrebbero esser incentivati ad estrarre benefici privati dall'impresa a seguito di una IPO (Jensen e Meckling,1986).

Di si riporta una tabella riassuntiva dei costi connessi all'IPO.

Tabella 1: I costi di quotazione

Intermediari e soggetti coinvolti	Costi di quotazione		
	Minimo	Medio	Massimo
Global Coordinator / Sponsor	**3,5%**	**4,3%**	**5,0%**
Due diligence finanziaria	Dipendente dalla dimensione dell'offerta		
Valutazione			
Gestione e organizzazione del sindacato			
Garanzia di collocamento			
Vendita			
Sponsor			
Specialista			
Financial Advisor	**0,0%**	**0,2%**	**0,4%**
Assistenza nella scelta dei consulenti	Dipendente dalla dimensione dell'offerta		
Coordinamento degli altri intermediari			
Supporto nella decisione del prezzo			
Supporto nella stesura del prospetto informativo			
Supporto nella stesura del business plan			
Negoziazione del prezzo con il Global Coordinator.			
Consulenza Legale			
Due diligence legale	Dipendente dalla dimensione dell'offerta		
Consulenza sulla governance			
Prospetto			
Stesura dell'offerta			
Società di Revisione	**€ 100.000**	**€ 250.000**	**€ 300.000**
Revisione dei bilanci			
Controllo del prospetto informativo			
Supporto nella stesura del business plan			
Agenzie di Public Relation	**€ 100.000**	**€ 120.000**	**€ 200.000**
Attività preliminari			
Marketing			
Costi di Promozione	**€ 200.000**	**€ 600.000**	**€ 1.000.000**
Tassa di stampa	Costo fisso 125€		
Autorità di vigilanza	0,02% della dimensione dell'offerta		
	Min 2.500 €, Max 2,5 MLN €		
Società di borsa	75 € per ogni 500.000€ di capitalizzazione di mercato		
Tariffa di quotazione			
Mezza tariffa	11 € per ogni 500.000€ di capitalizzazione di mercato (10€per ogni 500.000€ per oltre 800 mln €)		
Prospetto	**€ 150.000**	**€ 250.000**	**€ 400.000**
Road Show	**€ 50.000**	**€ 110.000**	**€ 150.000**

1.1.3. La scelta del momento di quotazione

Una scelta da fare con estrema attenzione per le imprese che hanno intenzione di quotarsi è quella del momento in cui farlo, scegliere il momento giusto è fondamentale per la buona riuscita dell'operazione e può portare alcuni vantaggi. Nel seguito di questa sezione andremo ad analizzare quali sono i fattori che influenzano maggiormente la scelta del momento di quotazione.

Per primi andiamo ad approfondire i fattori *firm specific* e *industry specific*:

- Età e dimensione: Pagano,Panatta e Zingales (1998) mostrano come queste due dimensioni influenzino fortemente il momento della quotazione, maggiore è la dimensione e maggiore è l'età più sono alte le probabilità che un impresa vada a quotarsi, le imprese giovani e di piccole dimensioni fanno fatica a quotarsi a causa della mancanza di risorse (Ritter,2007). Altro motivo per cui le imprese più giovani preferiscono non quotarsi sono i notevoli costi che dovrebbero sostenere per superare le asimmetrie informative tra loro e il mercato, infatti esse scelgono di ricorrere al finanziamento privato. Quando poi sono disponibili sul mercato sufficienti informazioni che riguardano l'impresa aumentano le probabilità di quotazione(Chemmanur,Fulghieri,1999).
- Crescita delle vendite, quota di mercato e TFP(*Total Factor Productivity*): all'aumentare di questi tre fattori aumentano le possibilità che un impresa decida di quotarsi per andare a cercare nuove fonti di finanziamento per continuare la sua crescita (Chemmanur,He, Debarshi,2009)

- Area geografica e mercato borsistico:l'area geografica e quindi il mercato borsistico a essa riferito possono impattare notevolmente sul momento dell'IPO. Negli US dove esiste un numero molto maggiore di intermediari e le informazioni che circolano sono maggiori (Chemmanur,Fulghieri,1999) la quotazione delle imprese avviene ad un età minore rispetto al mercato europeo. Quindi le caratteristiche del mercato influiscono decisamente sulla scelta del momento di quotazione.
- Settore: il settore di un'impresa e quindi le sue specifiche caratteristiche condizionano sia la scelta del se quotarsi o no e sia la scelta del momento in cui farlo. Le imprese appartenenti a settori innovativi e/o complessi tendono a posticipare la quotazione o non quotarsi sia per non rivelare ai *competitors* informazioni preziose (Yosha,1995) sia perché hanno tecnologie innovative e difficilmente valutabili dagli investitori senza sostenere costi alti (Chemmanur, Fulghieri,1999). Molte di queste imprese scelgono il finanziamento privato per aggirare i problemi appena elencati (Yosha,1995).
- *Life cycle*: la quotazione tende ad avvenire nelle fasi mature del ciclo di vita poiché nelle prime fasi i progetti delle imprese sono difficilmente valutabili da investitori esterni e dal mercato (Maug,2001).

Altro fattore chiave è quello del momento del mercato e delle sue aspettative:

- *Window of Opportunity*: questa teoria sostiene che le imprese approfittino del buon momento del mercato in termini di rendimenti e valutazioni per andare a

quotarsi. Maggiore è l'ottimismo del mercato maggiori sono le probabilità di vedere IPO, quando il mercato tende a sopravvalutare il numero di IPO aumenta (Ritter, 1991). Altra evidenza a favore di questa teoria è la correlazione positiva trovata tra *Market to Book* (rapporto tra valore di mercato e valore contabile delle azioni di un'impresa) e numero di IPO (Pagano,Panatta,Zingales,1998), le IPO tendono a verificarsi in periodi in cui questo indice risulta superiore rispetto alla sua media (Rajan e Servaes,1995). Questi ultimi due studiosi evidenziano che il numero di IPO aumenta in corrispondenza di un aumento delle stime di crescita e delle stime degli utili. Infine sempre in favore di questa teoria vi è il filone letterario che sostiene la presenza di ciclicità nelle mercato delle IPO. Esistono dei periodi detti di *hot issue market* caratterizzati da condizioni positive dell'economia e dei mercati in cui il numero delle IPO è molto alto e dei periodi detti di *cold issue market* in cui economia e mercato sono "sottotono" e il numero di IPO è basso. Queste ondate di IPO (*IPO waves*) sono spiegate semplicemente dal fatto che in un periodo positivo per economia e mercato la profittabilità e i *cash flow* delle imprese sono maggiori e di conseguenza anche le loro valutazioni quindi questo risulta un periodo ottimale per quotarsi (Benniga , Helmantel, Sarig,2005)

Ad influenzare la scelta del momento di quotazione vi sono anche le asimmetrie informative:

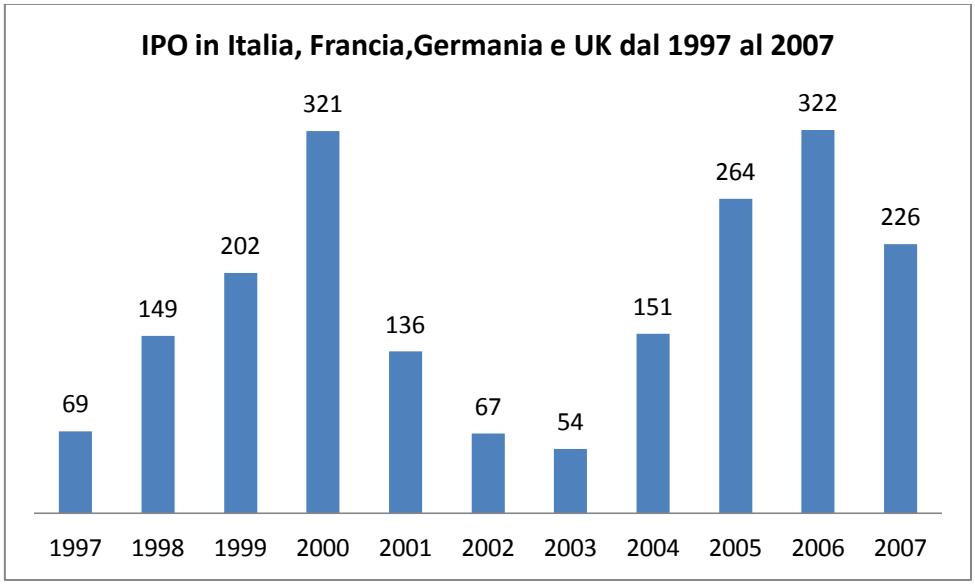
- Asimmetrie informative: le asimmetrie informative consistono nella differenza di informazioni tra insider e outsider. Gli insider conosco bene il valore dell'impresa e dei suoi asset, mentre gli outsider non hanno informazioni certe e possono solo ricorrere a stime, stime che si basano tra l'altro sulle informazioni rilasciate dall'azienda stessa. Come vanno ad impattare le asimmetrie informative sulla scelta del momento di quotazione? Un'analisi interessante è fatta da Chemmanur e Fulghieri (1999), i due studiosi mostrano come la scelta di finanziarsi tramite un'offerta pubblica aumenta quando le asimmetrie si abbassano, finché il livello delle asimmetrie informative rimane alto e gli outsider devono sostenere alti costi per recuperare informazioni sulle imprese, quest'ultime preferiscono ritardare la quotazione o ricorrere ad un finanziamento privato. Esiste un trade-off tra costo opportunità derivante dal rendimento richiesto dai finanziatori privati e costo della duplicazione delle informazioni, le imprese scelgono di quotarsi appena la curva di trade-off assume pendenza positiva.

Infine vi è il tema dello *spillover*:

- *Spillover*: per *spillover* s'intendono le informazioni e le indicazioni sul prezzo e sulla desiderabilità dei titoli che le imprese *competiror* vanno a ricavare dalla quotazione di un'altra impresa dello stesso settore. Di conseguenza essere il *first mover* comporta un costo alto sia in termini di prezzo (le imprese *follower* hanno vantaggi nel potersi quotare al prezzo migliore possibile imparando dagli

errori della *first mover)* e di informazioni. A causa di questo fenomeno le imprese ritardano il momento della propria quotazione pur di non essere i *first mover*. Questa situazione viene risolta attraverso le operazioni di *pooling*, imprese dello stesso settore vanno ad effettuare IPO nello stesso arco temporale in modo da spalmare i costi ed eliminare il "problema" del *first mover*. Anche per questo motivo si crea il fenomeno delle *IPO waves*.

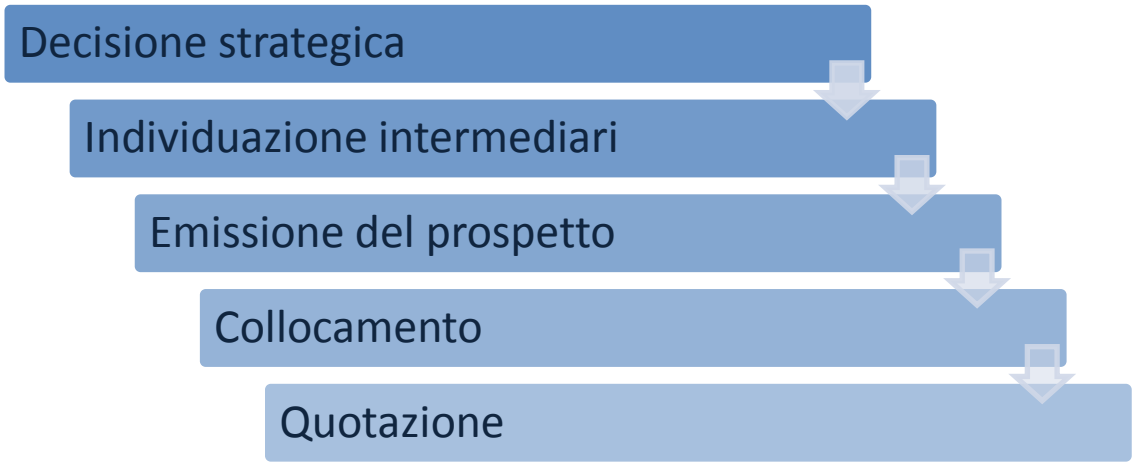
Figura 1: IPO tra il 1997 e il 2007 in europa (Italia,Francia,Germania,UK)



1.1.4. Il processo di quotazione

Il processo di quotazione iniziale è un processo lungo e costoso che si compone di varie fasi che l'impresa deve effettuare rispettando alcuni termini e scadenze (Giudici, 2010).

Figura 2: Le fasi del processo di quotazione



La prima fase, svolta con il supporto e la consulenza del financial advisor, è quella della valutazione dei costi e dei benefici della quotazione e della scelta delle caratteristiche dell'offerta in termini di timing e tempistiche, scelta del mercato nel quale quotarsi, numero di azione offerte e ripartizione tra azioni di nuova emissione e azioni già esistenti.

La seconda fase è quella dell'individuazione degli intermediari. Gli intermediari principali sono fondamentalmente tre : il Global coordinator, il Lead manager e lo Sponsor, i quali insieme alle banche facenti parte del consorzio di collocamento garantiscono la buona riuscita dell'operazione. Il Global coordinator si occupa di gestire i rapporti con l'autorità di vigilanza del mercato, di coordinare il consorzio di collocamento, sostenere la fase di marketing e il "book building" durante il road show. Lo sponsor ha il compito di certificare l'impresa nei confronti del mercato, assicurandosi che rispetti tutti i requisiti richiesti per l'ammissione al listino e di rendere consci gli azionisti dei propri obblighi a seguito della quotazione. Il Lead

manager o underwriter, oltre a valutare la convenienza dell'operazione, si occupa di raccogliere le domande per i titoli e fornisce una garanzia all'impresa. La garanzia può essere di due tipi: se il Lead manager si impegna a sottoscrivere i titoli nel caso rimangano invenduti e partecipare quindi al rischio dell'operazione si parla di garanzia *firm commitment*, nel caso contrario si parla di garanzia *best effort*, il Lead manager fa del suo meglio per vendere più titoli possibili ma nel caso ne rimangano di invenduti non ne garantisce l'acquisto. Infine, il consorzio di collocamento coordinato da Global coordinator e Lead manager si occupa del collocamento dei titoli sul mercato per conto dell'impresa. In molti casi i ruoli di Global coordinator e Lead manager sono ricoperti dalla stessa banca d'investimento.

Il terzo *step* consiste nella preparazione e nell'emissione della documentazione necessaria per la quotazione, tra cui il prospetto informativo. Il prospetto informativo è un documento che fornisce informazioni sulla società e sulle caratteristiche dell'IPO. Esso si divide in due sezioni. Nella prima sezione sono mostrati i dati riguardanti la situazione economica e finanziaria della società, la sua posizione competitiva, la strategia e gli obbiettivi. Nella seconda sezione viene descritta l'offerta, quindi il numero di azioni offerte, la ripartizione tra *retail* e istituzionali, le tempistiche e il *range* di prezzo.

La fasi più critiche sono quelle della definizione del prezzo e della raccolta degl'ordini, in queste due fasi avvengono la maggior parte dei ritiri delle IPO (Benveniste, Busaba, & Guo, 2001). All'inizio viene stabilito un *range* di prezzo in base alle caratteristiche

specifiche dell'impresa, del suo settore e del mercato, a questo punto Lead manager, Global coordinator e consorzio di collocamento raccolgono gli ordini degli investitori istituzionali durante gli incontri del road show andando a costruire un book degli ordini (bisogna sottolineare che gli ordini degli investitori istituzionali non sono vincolanti). Le domande del pubblico retail giungono al consorzio di collocamento solo il giorno prima della chiusura del periodo di offerta. Andando infine ad incrociare domanda e offerta si arriva ad ottenere il prezzo con cui l'impresa si andrà a presentare al mercato.

Chiuso il periodo di raccolta delle offerte e definito il prezzo delle azioni con cui l'impresa si presenterà al mercato, il lead manager insieme al consorzio di collocamento vanno a collocare i titoli sul mercato *retail* e ad assegnare la loro parte di azioni agli investitori istituzionali.

1.4.1. Tipologie di collocamento

I titoli possono essere collocati sul mercato seguendo tre modalità diverse indipendentemente dal fatto che siano vendute dagli azionisti o che siano frutto di un aumento di capitale:

- Collocamento ad asta : con questo meccanismo vengono raccolte tutte le offerte in termini di quantità e prezzo massimo da parte di tutti gli investitori interessati, a partire da questi, incrociandoli con la curva di offerta, vengono assegnate le quote ai vari investitori e stabilito il prezzo di offerta. Questo metodo è stato oramai soppiantato da quello del "book building", il quale

riduce la possibilità di quotarsi per le imprese di bassa qualità andando a ridurre le asimmetrie e la selezione avversa (Kutsuana e Smith, 2004). Il collocamento ad asta massimizza la raccolta di capitale lasciando solo una minima discrezionalità all'emittente di condizionare l'offerta.

- Offerta a prezzo fisso : è il meccanismo "più semplice", il prezzo viene fissato dal consorzio dei collocamento in accordo con l'emittente, dopodiché gli investitori andranno a prenotare la loro quota di azioni. In caso di domanda superiore all'offerta si procederà all'assegnazione per estrazione. Anche qui le possibilità di condizionare l'offerta da parte dell'emittente è bassa.
- Offerta a prezzo variabile: questo è il meccanismo che lascia maggiore discrezionalità all'emittente. Non viene fissato un prezzo ma un *range* (forchetta di prezzo) entro il quale il prezzo potrà oscillare, questo *range* viene comunicato nel prospetto informativo. Il prezzo definitivo dell'offerta viene determinato durante la fase di *book building.* Ultimamente si usa stabilire un *range* non vincolate cosicché il prezzo finale possa essere sia minore del limite minimo del *range* che maggiore del limite massimo , lasciando così ancora più discrezionalità all'emittente (Delle Vedove, Giudici, 2006). Questo meccanismo è il più utilizzato in Italia.

1.1.5. Gli attori

In questa sezione passeremo in rassegna gli intermediari che partecipano al processo di IPO, andando a vedere i ruoli e le funzioni di ciascuno di essi. Il compito di ogni intermediario è fondamentale per la buona riuscita del processo e la scelta di ognuno di essi da parte dell'emittente deve essere fatta con estrema attenzione. Le attività descritte nei paragrafi precedenti (valutazione della convenienza dell'operazione, scelta del mercato, organizzazione degli incontri con la comunità finanziaria,..) sono solo alcune delle attività che vengono svolte da questi soggetti.

Nei seguenti paragrafi andremo ad analizzarli uno per uno.

1.1.5.1. Lo Sponsor

Lo Sponsor è uno dei primi intermediari con il quale l'emittente s'interfaccia. L'intermediario che svolge il ruolo di Sponsor deve necessariamente far parte del consorzio di collocamento e ricoprire anche il ruolo di Specialista o Global coordinator. Nel caso i ruoli di Sponsor e Global coordinator siano ricoperti da due soggetti diversi, il primo è obbligato a ricoprire anche il ruolo di lead manager.

Lo sponsor ha il compito principale di affiancare l'impresa nella valutazione della convenienza o meno dell'operazione di quotazione, inoltre garantisce alla società di borsa in merito alla completezza e correttezza della documentazione dell'emittente, alla conoscenza di quest'ultimo degli obblighi che derivano dalla quotazione, alla presenza e qualità del sistema di controllo di gestione e al collocamento seguendo le

procedure di *best practice* oltre a pubblicare analisi finanziarie sull'emittente ogni sei mesi, brevi analisi sugli eventi societari e organizzare almeno due incontri all'anno con la comunità finanziaria, tutto questo per un periodo di almeno un anno dopo la quotazione.

1.1.5.2. Il Global coordinator

Il Global coordinator ha il compito di gestire il processo di collocamento dei titoli sul mercato azionario, questa figura nasce dall'esigenza di coordinare l'offerta che oramai si rivolge a più Paesi in contemporanea. I soggetti adatti a ricoprire questo ruolo sono tipicamente le banche d'investimento ma anche qualsiasi altro intermediario finanziario compreso nell'elenco dell'articolo 107 del Testo Unico Bancario.

Il Global coordinator deve fornire consulenza e dare tutte le informazioni possibili sul processo di collocamento in modo che esso sia compreso al meglio da società e azionisti. Questo ruolo è complementare a quello del Lead manager e va ad integrare e ampliare le funzioni svolte da quest'ultimo.

Per prima cosa, il Global coordinator deve andare a valutare economicamente la società in modo da stimarne un valore o un intervallo di valorizzazione per poter capire se sarà conveniente andare ad effettuare la quotazione o no.

In secondo luogo svolge l'attività di *due diligence* relativa al sistema di *governance*, al management, al sistema di controllo e al *business model* oltre a mantenere i rapporti tra impresa e società di borsa e tra impresa e autorità di vigilanza. (Se svolge anche la

funzione di Sponsor diventa anche garante della completezza delle informazioni presenti nel prospetto informativo).

Altri compiti del Global coordinator sono quelli di svolgere l'attività di marketing e pre-marketing, grazie alle quali si sondano gli interessi degli investitori, coordinare il consorzio di collocamento nelle sue attività, dirigere l'attività di road show e di book building, determinare il prezzo dell'offerta e assistere alla fase di attuazione dell'offerta, e monitorare e stabilizzare l'andamento del titolo sul mercato nel periodo successivo alla quotazione.

1.1.5.3. Il Lead manager o Underwriter

Il Lead manager è una figura fondamentale all'interno del processo di quotazione.

Il Lead manager si occupa di scegliere e di gestire il consorzio di collocamento, in molti casi vengono costituiti due consorzi, uno per l'offerta al mercato retail e l'altro per l'offerta al mercato degli istituzionali. Possano essere presenti anche due Lead manager se l'offerta è complessa e articolata. Altri compiti che sono svolti da questa figura sono la redazione del prospetto informativo in collaborazione con l'emittente e l'advisor e il mantenimento dei rapporti con le altre banche facenti parte del consorzio di collocamento e la società emittente.

Dato il suo ruolo chiave, la sua scelta da parte dell'emittente deve essere ben ponderata. La selezione del Lead manager viene fatta attraverso un processo definito *beauty contest* in cui i vari intermediari mettono in mostra i loro punti di forza

(esperienza, reputazione, posizione nel ranking delle IPO) attraverso un processo di marketing verso l'emittente.

1.1.5.4. Il Consorzio di collocamento

Il Consorzio di collocamento si occupa della distribuzione dei titoli al mercato. I membri del Consorzio sono banche e/o intermediari specializzati nel collocamento dei titoli, la scelta di questi membri è di competenza del Lead manager il quale andrà a selezionarli in base alle caratteristiche specifiche dell'offerta.

Il ruolo del Consorzio di collocamento è fondamentale poiché permette di allargare il mercato dei potenziali acquirenti e innalzare il prezzo dell'offerta, di ridurre i tempi dell'operazione e i rischi del mercato, di aumentare la visibilità dell'impresa e di ridurre la competizione tra gl'intermediari.

Come detto in precedenza possono esistere due consorzi, uno che si occupa dell'offerta retail, composto da un numeroso gruppo di banche, e un altro che si occupa dell'offerta agli investitori istituzionali, composto da un limitato numero di banche specializzate.

Esiste un contratto detto "patto consortile" che stabilisce le regole all'interno del consorzio in termini di regole per la distribuzione dei titoli, aree geografiche, mercati di competenza dei vari membri del consorzio e retribuzioni.

1.1.5.5. Il Financial advisor

Il Financial advisor è il primo intermediario con cui l'impresa ha a che fare, esso affianca l'impresa durante tutto il percorso di quotazione a partire dalla scelta degli altri intermediari. In molti casi il Financial advisor è già consulente dell'impresa ancora prima che essa decida di intraprendere il percorso che la porterà alla quotazione.

Come appena detto il Financial advisor ha il compito di aiutare l'impresa nella scelta degli intermediari cercando di metterli in competizione l'uno con l'altro in modo da ottenere le migliori condizioni contrattuali per l'impresa. Dopo la scelta, esso si occupa di coordinare e monitorare i rapporti tra emittente e intermediari, la sua importanza aumenta maggiore è la dimensione del collocamento e maggiori sono i conflitti d'interessa tra i soggetti coinvolti.

Le altre attività che vedono coinvolto il Financial advisor sono quelle di supporto al Global coordinator nella definizione dell'offerta, elaborazione della prima sezione del prospetto informativo con le informazioni sulle attività e la struttura dell'emittente e sui piani futuri dell'impresa, assistenza nella preparazione della documentazione da presentare agli analisti e durante il road show, infine assiste l'impresa dopo la quotazione nelle attività derivanti dal nuovo status d'impresa quotata.

Questa figura non è obbligatoria ma risulta fondamentale per piccole e medie imprese che non hanno le forze per gestire da sole il processo di quotazione.

1.1.5.6. Lo specialista

Lo specialista si occupa di aumentare la liquidità e diminuire la volatilità dei titoli a bassi volumi di scambi intervenendo immettendo domande di acquisto e vendita in una quantità e con un spread di prezzo prestabilito dalle regole di borsa.

E' suo compito inoltre redigere due o più studi ogni anno sulle società emittenti di cui si occupa da presentare al mercato.

Esaminate le IPO, si passa ora al secondo protagonista: le fusioni e acquisizioni (M&A). Nella seconda parte del primo capitolo si definiranno le M&A e se ne analizzeranno le fondamentali caratteristiche.

1.2. Fusioni & Acquisizioni

1.2.1. Definizione

Per acquisizione (o *acquisition*) si intende un processo in cui una società, la cosiddetta *bidder*, acquisisce una porzione maggioritaria o totale di un'altra società, detta target. Dunque, dietro pagamento agli azionisti della target, la proprietà di quest'ultima passa alla *bidder*. Il prezzo a cui sono valutate le azioni della target è tipicamente maggiore del loro valore di mercato. Successivamente all'operazione, la *bidder* (salvo

diversamente specificato) assume la proprietà del totale delle attività e delle passività riconducibili all'impresa target.

Nel processo di fusione (o *merger*), invece, due società decidono di unire le proprie risorse al fine di formare una nuova società. La peculiarità è che in questo caso si verifica la scomparsa legale di una delle due società, cosa che non accade necessariamente nel processo di acquisizione. Al termine della fusione, la proprietà della nuova società è condivisa dagli azionisti originari delle due imprese che hanno deciso di intraprendere tale operazione.

Ciò che invece accomuna *mergers* e *acquisitions* è in genere la motivazione di base, ovvero la convinzione di poter creare sinergie che portino le due imprese a creare maggior valore unite piuttosto che distaccate.

L'acronimo M&A (*Merger & Acquisition*) include un'ampia varietà di operazioni, di cui si cercherà di fornire una tassonomia riassuntiva.

1.2.2. Tipologie di M&A

E' opportuno fare un'ulteriore differenziazione delle operazioni di M&A in base al tipo di "deal". Alcune delle variabili in gioco possono essere modalità di negoziazione, attitudine della società target nei confronti della *bidder*, tipi di sinergie raggiunte successivamente all'operazione.

I motivi sottostanti alle M&A si riassumono essenzialmente nella convinzione da parte del management che il valore delle due imprese unite sia superiore rispetto alla

somma del valore della *bidder* e della target stand-alone. Per questo motivo la società *bidder* è in genere disposta a pagare un premio di prezzo per le azioni della target, e il mercato ne è consapevole.

Considerando dunque le sinergie derivanti dalle operazioni di M&A possiamo proporne una prima tassonomia, introdotta da W.L. Megginson, A.Morgan, L. Nail, nel 2002:

- Operazioni orizzontali: si riferiscono a transazioni che hanno luogo tra imprese dello stesso settore. Esse possono consentire di aumentare la quota di mercato, acquisendo di fatto un competitor, e quindi il potere contrattuale nei confronti di clienti e fornitori. Un altro possibile beneficio consta nel perseguimento di economie di scala, accompagnato da una ottenimento di ulteriori *core skills* che aiutano a migliorare efficacia ed efficienza produttiva.
- Operazioni verticali: in questo caso le imprese hanno posizioni differenti nella *supply chain* (una è in posizione superiore, l'altra inferiore), e sono dunque legate da una relazione cliente/fornitore. I vantaggi di questa soluzione risiedono nelle economie di scopo (costo medio del prodotto inferiore a causa dell'utilizzo degli stessi *asset* o di un simile tipo di know-how) e nelle economie di integrazione, ottenute grazie ad un'internalizzazione di attività che erano precedentemente svolte all'esterno.
- Operazioni conglomerate: le imprese coinvolte appartengono stavolta a business molto diversi. Il beneficio principale ricercato da una società che avvia una simile operazione è quello della diversificazione, ovvero della riduzione

della volatilità tramite l'aumento delle attività a portafoglio, che si traduce in un minor rischio percepito dal mercato. Potrebbero inoltre sorgere economie di scopo nel caso in cui ci siano delle comunanze tra le società in termini di tecnologia e know-how. Al fine di massimizzare i benefici della diversificazione è necessario che i rendimenti dei due business siano correlati negativamente, e che sia dunque estremamente improbabile che manifestino andamenti negativi nello stesso momento.

Un'ulteriore classificazione delle M&A fa riferimento al tipo di negoziazione tra le imprese nel corso dell'operazione. E' possibile che l'accordo sia raggiunto attraverso negoziazione privata: si parla in tal caso di *private placement*, accessibile anche alle società piccole che non hanno la possibilità di quotarsi in borsa. L'alternativa è ricorrere al mercato finanziario: la *bidder* ha in questo caso due opzioni. La prima è quella di fare un'offerta mirata agli azionisti esistenti con l'obiettivo di acquisire il controllo della target. Una seconda opzione consiste nel lanciare un'OPA, offerta di acquisto di prodotti finanziari (titoli della target) rivolta al pubblico indistinto dei risparmiatori. Il Testo Unico della Finanza, art. 102-112 ne distingue due tipologie: le OPA volontarie, in cui la *bidder* acquista l'ammontare di azioni desiderato specificando il prezzo che è disposta a pagare, e le OPA obbligatorie, in cui la *bidder*, dopo aver superato una determinata soglia di detenzione dell'azionariato della target (il 30%), è sostanzialmente costretta ad estendere l'offerta alle azioni rimanenti e a comprarle, nel caso in cui gli azionisti siano disposti a venderle. Uno dei principali benefici delle

offerte pubbliche è il contenimento dei costi di transazione dovuto all'elevata mole di informazioni accurate e tempestive relative alle imprese quotate.

Una terza classificazione di M&A che è possibile citare fa riferimento esclusivamente alle OPA ed ha a che fare con l'atteggiamento assunto dal management della società target nei confronti della società *bidder*. La situazione auspicabile è quella dell'acquisizione amichevole, che prevede un accordo condiviso da entrambe le parti. Al contrario, un'acquisizione ostile indica che, nonostante i dissensi manifestati dalla società target, la *bidder* intende comunque portare avanti l'operazione. L'opposizione della target proviene, piuttosto che dai suoi azionisti, in genere allettati dal premium price offerto dalla *bidder* per le loro azioni, dal management della target stessa, che teme di essere sollevato dall'incarico a operazione conclusa (G. Giudici, 2010). Esistono comunque numerose misure difensive che possono essere messe in atto dal management in una situazione di acquisizione ostile.

1.2.3. Motivazioni alla base delle M&A

Il mercato delle M&A è da un certo punto di vista contraddittorio: da un lato, infatti, investitori e manager hanno sotto gli occhi l'alto tasso di fallimento di tali operazioni a causa delle stime eccessivamente ottimistiche da parte degli analisti. Dall'altro, esse sono sempre considerate con estremo interesse dalle imprese in quanto opportunità concrete di perseguire una crescita esterna rapida e pervasiva. La seguente sezione ha lo scopo di comprendere le ragioni principali per cui sono intraprese le M&A. Per far

ciò è necessario analizzare congiuntamente sia le motivazioni che spingono gli azionisti e la società stessa, sia i potenziali fattori personali per i quali i manager portano avanti progetti di fusioni e acquisizioni, che sono talvolta sufficienti a giustificarne il fallimento.

Partiamo dalla prospettiva degli azionisti: il loro obiettivo è quello di massimizzare il valore di impresa nel breve o nel lungo periodo. Assumendo che siano soggetti razionali, dotati di informazioni perfette, essi avranno interesse a portare avanti un progetto di M&A se e solo se il valore delle imprese congiunte è maggiore della somma del valore delle due imprese stand-alone. Le causa di questo "premio di valore" potrebbero essere molteplici:

- Economie di scala: è il fenomeno per cui, all'aumentare della scala dimensionale di un'impresa, il costo medio operativo di prodotto tende a diminuire, a causa della presenza di alcuni costi che variano in maniera meno che proporzionale rispetto alla dimensione dell'impresa stessa. Tale concetto include le sinergie derivanti da un aumento del potere contrattuale (sconto sul prezzo dei grezzi a fronte degli elevati volumi richiesti), dall'uso di asset simili (diminuzione del costo di produzione, pubblicizzazione di un volume più ampio di prodotti senza aumentare i costi di marketing), dall'eliminazione di risorse ridondanti (la forza lavoro insatura può trovare occupazioni alternative o, a seconda dei casi, essere sollevata dall'incarico), da vantaggi di tipo finanziario (in genere, imprese più grandi possono richiedere prestiti a tassi agevolati a

causa delle garanzie disponibili e del maggior potere contrattuale). Un altro possibile metodo per aumentare i margini è quello di alzare i prezzi in ragione del maggior potere di mercato acquisito. In tali situazioni è compito dell'antitrust intervenire per scongiurare l'effettuazione di manovre lesive della concorrenza.

- Economie di scopo: il concetto è simile a quello appena esposto, ma in questo caso il guadagno di efficienza è legato alla produzione congiunta di più prodotti o servizi differenti. Il motivo alla base delle sinergie è la presenza di risorse insature nei singoli processi produttivi distaccati. Un possibile esempio è caratterizzato dall'uso condiviso e non competitivo di input fungibili e indivisibili, come know-how e conoscenze tecnologiche e competenze manageriali.
- Economie di integrazione: la logica alla base di questo fenomeno è che la somma dei costi sostenuti lungo la *supply chain* può essere ridotta attraverso l'internalizzazione di parte del processo. Alcuni dei vantaggi che possono essere ottenuti dall'impresa sono riconducibili a risparmi sui costi delle scorte (riduzione delle scorte di sicurezza), del processo di pianificazione (semplificazione dei flussi e degli adempimenti), operativi (riduzione del *bullwhip effect*) e di vendita (riduzione degli errori).
- Diversificazione: tale concetto porta alcune imprese a investire in business non correlati, che hanno bassa probabilità di avere risultati negativi

simultaneamente, al fine di sfruttare un "effetto compensazione" e ridurre la volatilità complessiva dei flussi di cassa dell'impresa.

- Protezione e crescita: talvolta effettuare fusioni o acquisizioni non è una scelta, ma una diretta conseguenza del contesto competitivo in cui si opera. In ambienti di competizione serrata, infatti, un'impresa, se non vuole essere inglobata dai potenti *incumbents,* può trovarsi costretta ad acquisire a sua volta altre società.

Analizziamo ora le M&A da un'altra prospettiva, quella del management. Ciò che emerge dalle precedenti valutazioni è che i fallimenti di tali operazioni sarebbero esclusivamente da imputare a inefficienze di mercato, previsioni economico-finanziarie troppo rosee ed errate assunzioni riguardo gli scenari futuri, per cui le sinergie previste non sono destinate a realizzarsi. C'è però un'altra chiave di lettura, il problema dell'agenzia, ovvero della divergenza degli interessi del management rispetto a quelli degli azionisti. In particolare, la presenza di incentivi errati o distorti può facilmente indurre il management ad intraprendere progetti a NPV (*Net Present Value*) negativo che distruggono valore per l'impresa. Si riporta di seguito un elenco delle possibili motivazioni che potrebbero spingere il management a favorire operazioni di M&A (McGrath, 2011):

- Remunerazione e reputazione: essere parte di un'impresa di dimensioni maggiori si traduce spesso nel percepire bonus maggiori. Inoltre, la crescita della società garantisce ai manager potere e prestigio.

- Sicurezza del posto di lavoro: tale fattore si ricollega alle manovre di acquisizione obbligata intraprese da società per non essere a loro volta inglobate. Dal punto di vista del management, quest'ultima evenienza si tradurrebbe nella maggioranza dei casi nella perdita del posto di lavoro. La diversificazione diventa quindi una manovra difensiva per il manager che, rendendo l'impresa sotto il suo controllo più grande e conglomerale, la tramuterà in un bersaglio meno appetibile per il mercato.
- Investimenti del management: spesso i manager detengono investimenti consistenti nell'impresa che gestiscono, e il loro guadagno è quindi correlato alle performance dell'impresa stessa. Il loro compenso, infatti, oltre che dai bonus, è costituito dalla pensione che percepiranno e da eventuali piani di *stock options*. Inoltre, i manager potrebbero avere profili poco rispendibili in altre organizzazioni e dunque non avere la possibilità di diversificare i propri investimenti come gli altri *shareholders*. Questi sono fattori che li incoraggiano a intraprendere M&A in maniera "virtuosa", nel tentativo di creare valore per l'impresa.
- *Job enrichment*: in alcuni casi i manager ritengono che le loro capacità non siano sfruttate al meglio nella attuale posizione, e che il proprio lavoro sia poco soddisfacente. In tali occasioni essi potrebbero valutare di intraprendere operazioni di M&A al fine di dimostrare il proprio talento. Un'opportunità del

genere è estremamente stimolante per natura, e rischia di accattivare anche manager piuttosto incerti sull'esito finale dell'operazione.

In sostanza, McGrath (2011) puntualizza come gli incentivi per i manager ad effettuare M&A siano estremamente rilevanti. Tuttavia, non è raro che le motivazioni che li guidano siano in contrasto con l'interesse dell'impresa e che il bisogno di crescita per acquisizione sia artificialmente creato piuttosto che veritiero. Il confine tra il desiderio di tutelare il proprio interesse da parte del manager e la sua sovrastima dei benefici della crescita per linee esterne (o sottostima dei rischi ad essa collegati) è spesso sfumato. In tali situazioni, un'azione disciplinante fondamentale deve essere svolta dagli azionisti, che ha il compito di tutelare i propri interessi in assemblea e di richiedere un resoconto informativo dettagliato al management sulle decisioni future e sulle operazioni dell'impresa. Un'ulteriore forma di controllo è esercitata dal mercato, che premia i manager che agiscono negli interessi della propria società, e punisce invece coloro che perseguono i propri esclusivi interessi.

1.2.4. Valutazione di un'acquisizione

Normalmente, le variabili considerate per valutare un'operazione di acquisizione sono le seguenti:

V_b = valore di mercato dell'*equity* della società *bidder*

N_b = numero di azioni che compongono il capitale della società *bidder*

V_t = valore dell'*equity* della target

N_t = numero di azioni che compongono il capitale della società target

ΔV = incremento di valore atteso dalla società *bidder* post-acquisizione

E' di fondamentale importanza determinare correttamente il valore di V_t. Infatti, solitamente, dopo l'annuncio di un'imminente acquisizione, la capitalizzazione della società target subisce un brusco rialzo. Si introduce dunque un'ulteriore variabile:

V'_t = valore di mercato dell'*equity* della target sotto aspettative di acquisizione

Supponendo che la società *bidder* acquisisca la target tramite cassa (L), il costo C dell'acquisizione per la bidder stessa sarà pari alla differenza tra L e V_t:

$C = L - V_t$

E' possibile introdurre una scomposizione di C: come già precedentemente sottolineato, dopo l'annuncio di acquisizione il prezzo azionario della target sale, e per assicurarsi la partecipazione desiderata la *bidder* dovrà pagare una cifra maggiore. Si avrà dunque un costo apparente, C_a, pari al premio offerto dalla *bidder* rispetto al valore di mercato attuale delle azioni della target, e un premio C_p, già attribuito dal mercato agli azionisti della target. Ridurre il costo dell'acquisizione a C_a, trascurando C_p, potrebbe indurre la bidder a effettuare una pericolosa sottostima. L'espressione completa da considerare è dunque:

$C = (L - V_t') + (V_t' - V_t)$

Essa si riduce a quella precedentemente esposta. E' importante sottolineare che il valore vero degli *asset* post-operazione è rispecchiato da V_t e non da V_t', che incorpora

aspettative future. In ultima analisi l'acquisizione risulterà conveniente per la società *bidder* se e solo se la creazione di valore da essa generata sarà superiore al suo costo:

$\Delta V > C$

1.2.5. M&A *Waves*

L'attività di M&A è contraddistinta da forte volatilità, tanto da far emergere teorie secondo cui si presenta in forma di ondate (*waves*). Si riscontrano cioè continuamente picchi positivi e negativi nel numero di operazioni effettuate: la cosa che stupisce è che le ondate di M&A tendono a ripresentarsi con magnitudo sempre maggiore nonostante il fallimento di una parte preponderante delle operazioni nell'ondata precedente. (Steger e Kummer, 2007).

E' possibile derivare nozioni generali sul mercato delle M&A prendendo in considerazione quello americano, sicuramente il più attivo. In generale, si nota che le dimensioni di tale mercato sono via via cresciute, e che dunque i picchi positivi sono sempre più elevati rispetto alla precedente ondata.

Facendo riferimento alle sole transazioni di valore superiore ai 100 milioni di dollari, si illustra nel successivo grafico l'andamento dell'attività di M&A in termini di numero di transazioni a partire dal 1985 al 2012:

Figura 3: M&A nel mercato US

2. REVISIONE DELLA LETTERATURA

Descritte le caratteristiche principali di IPO e M&A, in questo capitolo, con l'obbiettivo di contestualizzare questo lavoro di ricerca, si approfondiranno i principali filoni di ricerca e i temi già affrontati dalla letteratura a proposito del legame tra IPO ed M&A, delle performance operative nel post-IPO e nel post-M&A.

Il capitolo è organizzato nel seguente modo: nel paragrafo 2.1 saranno esposte le principali teorie che hanno evidenziato legami tra IPO e M&A. Successivamente, nel paragrafo 2.2., saranno approfonditi gli studi che hanno documentato il calo delle performance operative successivo alle nuove quotazioni. Nell'ultimo paragrafo (paragrafo 2.3.) si esaminerà la letteratura riguardo l'impatto delle fusioni e acquisizioni sulle performance operative, analizzando anche l'impatto su quest'ultime di alcune caratteristiche specifiche della M&A.

2.1. Legame tra IPO e M&A

Il legame tra IPO ed M&A è un degli argomenti "più caldi" della letteratura in questi ultimi anni. Lo status di azienda quotata crea le condizioni ideali per realizzare un'acquisizione e allo stesso tempo le M&A sono considerate uno dei driver fondamentali che spingono le imprese a quotarsi.

Il primo ad evidenziare questo legame fu Zingales (1995): egli sostiene che l'IPO è il primo step che compie un'impresa per diventare il target di un'acquisizione. La scelta di un'impresa di diventare pubblica è il risultato della decisione di massimizzare il valore estraibile dalla vendita dell'impresa fatta proprietario dell'impresa (un venture capitalist in molti casi). Attraverso la quotazione il proprietario dell'impresa può andare a vendere i propri *cash flow rights* ad un mercato molto competitivo di piccoli investitori andando a massimizzare i propri ritorni, cosa che non può fare lasciando l'impresa privata.

Brau e Fawcett (2006) sottopongono un sondaggio a 336 CFO da cui emerge che il principale motivo che spinge le imprese a quotarsi è quello di "creare" azioni da utilizzare nelle acquisizioni future. La creazione di una *M&A currency* risulta di maggior importanza rispetto alle motivazioni solitamente utilizzate dalla letteratura per giustificare le IPO, come la riduzione del costo del capitale, l'uscita dei *venture capitalist* dall'impresa e la diversificazione. Tuttavia la limitazione del sondaggio a 3 anni (2000-2002), coincidenti con la bolla internet suscitò alcuni dubbi sulla possibilità di generalizzare i risultati ad altri periodi.

I dubbi lasciati dallo studio di Brau e Fawcett(2006) ispirarono una delle più famose ricerche su questo argomento, quella di Celykurt, Sevilir, Shivdasani (2010). Essi evidenziano il forte legame tra IPO ed M&A e sostengono che le M&A siano la principale motivazione alla base delle IPO. Le società appena quotate, infatti, crescono in maniera inorganica almeno quanto in maniera organica (Capex e R&D), questo indica quanto siano importanti le M&A nella loro crescita. La relazione tra M&A e IPO si può anche vedere dall'alta concentrazione di IPO nei settori ad alta intensità di M&A, inoltre il numero di acquisizioni che effettuano supera quello delle imprese mature. I tre studiosi mostrano come il 31% delle matricole del mercato effettui almeno un'acquisizione nello stesso anno dell'IPO e il 77% entro i primi 4 anni dalla quotazione, mentre nel periodo antecedente la quotazione solo meno del 20% di tali imprese è coinvolta in operazioni di M&A. Le neo quotate portano mediamente a termine 4 acquisizioni nel corso della propria vita. Ma quali sono le condizioni create dalle IPO che favoriscono l'M&A? Celykurt et al. ne individuano tre: le IPO permettono di raccogliere liquidità da utilizzare per le future acquisizioni (oltre alla possibilità di accedere al debito a minor costo con cui è possibile finanziare le acquisizioni), permettono di pagare per un'acquisizione con azioni sopravvalutate e riducono l'incertezza nel valutare un'impresa aumentando i guadagni derivanti da una possibile vendita.

Negli stessi anni Rau, Stouraris (2008) mettono ulteriormente in evidenza il legame tra IPO ed M&A mostrando come alle *IPO waves* seguano *M&A waves.* Per capire se

questo andamento derivasse dalla partecipazione attiva (*bidder*) delle neo quotate all'attività di M&A o dipendesse da un fenomeno industriale in cui le imprese IPO diventano target delle acquisizioni i due hanno verificato quante M&A nelle "ondate" coinvolgessero neo quotate nel ruolo di target. I risultati hanno mostrato come solo il 3% delle M&A coinvolgessero matricole del mercato come target.

Altri due studi che evidenziano il legame tra IPO ed M&A sono quelli di Rosen et al. (2005) e Schultz and Zaman (2001). Il primo trova che le imprese nuove quotate appartenenti al settore bancario hanno maggiori probabilità di essere coinvolte in M&A (*bidder*) rispetto alle imprese dello stesso settore private, il secondo mostra come molte delle *internet firm*s quotate alla fine degli anni '90 furono coinvolte in acquisizioni negli anni successivi.

Nel loro *paper* del 2010 Hovakimian e Hutton, in completo accordo con Celykurt et al.(2010), definirono le tre principali motivazioni che spingono un'impresa a quotarsi prima di effettuare un'operazione di M&A:

- Finanziaria: grazie all'IPO l'impresa raccoglie capitale che può impiegare nelle future acquisizioni. Inoltre, il nuovo status di quotata le permette di finanziarsi più facilmente avendo accesso al mercato del capitale e del debito a condizioni più favorevoli. Per di più i titoli di un’azienda quotata sono più liquidi e quindi più appetibili come metodo di pagamento.
- Market timing: le imprese possono sfruttare i momenti favorevoli del mercato ("window of opportunity"). I manager razionali sono in grado di distinguere tali

momenti, dunque le imprese quotate possono effettuare acquisizioni scontate scambiando azioni sopravvalutate.

- Market feedback: le imprese possono seguire la strategia di acquisizione più efficiente in base al feedback del mercato. Elevati *stock returns* sono *proxy* delle possibilità d'investimento e crescita di un'impresa, e ciò include le acquisizioni. Dunque è ipotizzato che le IPO aiutino a mettere in atto una più efficiente strategia di crescita.

Un'altra motivazione importante alla base della relazione tra IPO e M&A è quella della riduzione delle asimmetrie informative. Secondo Hsieh, Lyandres, Zhandov (2011) un *bidder* privato non conosce la sua vera valutazione e di conseguenza il guadagno che potrebbe ottenere da un *takeover*, per ovviare a questa problematica potrebbe decidere di quotarsi prima di attuare la sua strategia d'acquisizione. L'IPO, tramite il giudizio del mercato, riduce l'incertezza sulla valutazione e guida le imprese ad un migliore processo di ristrutturazione (sia per l'impresa *bidder* che per l'impresa *target*), che porta ad un aumento del valore dell'impresa. Inoltre molte imprese IPO non raccolgono capitale o ne raccolgono solo in piccola quantità, di conseguenza la raccolta di capitale non può essere il principale motivo che porta un'impresa a quotarsi prima di acquisire. Per Hsieh e al.(2011) il motivo principale che spiega questo fenomeno è l'ottimizzazione del processo di ristrutturazione.

Si riportano infine i risultati raggiunti da uno degli studi più recenti: quello di Amor e Kooli (2013). I due fanno vedere come le imprese che ottengono un *underpricing*

maggiore durante l'IPO effettuano un maggior numero di acquisizione *stock*, tuttavia se esistono forti asimmetrie informative tra *bidder* e *target* questa relazione può decadere. Sostengono inoltre che un alto livello di *underpricing* e di ricavi a seguito dell'IPO, oltre che l'aver effettuato acquisizioni prima nel passato, aumenti le probabilità di effettuare un alto numero di acquisizioni. Ulteriormente trovano che minore è il livello di *insider-ownership* nel post-IPO maggiori sono le probabilità che vengano effettuate M&A e che le *venture backed-IPO* hanno maggiori possibilità di effettuare acquisizioni rispetto alle *non venture backed-IPO.*

Assodato che un legame tra IPO ed M&A ed elencate le motivazione che vi stanno alla base, passiamo ora ad analizzare l'impatto delle IPO sulle performance operative.

2.2. Le performance operative nel post-IPO

Il calo delle performance a seguito di una IPO è un fenomeno oramai appurato e sul quale la letteratura è concorde. Il calo delle performance riguarda sia quella operativa che quella finanziaria, e sebbene siano due fenomeni distinti le ragioni che vi sono alla base sono pressoché le stesse. In quest'analisi ci concentreremo solamente sul calo delle performance operative.

La letteratura spiega e motiva il calo delle performance operative o *profitability drop* attraverso tre principali teorie: le asimmetrie informative, la *window of opportunity* e la *window dressing.*

Riguardo le asimmetrie informative si riportano i tre studi teorici più significativi.

Il primo è quello di Leland e Pyle (1977). Quando si raccoglie capitale tramite una IPO per finanziare nuovi progetti d'investimento esistono asimmetrie informative tra *lender* e *borrower*. In presenza di asimmetrie informative l'azzardo morale e la selezione avversa portano le imprese ad intraprendere solo investimenti di bassa qualità che andranno ad impattare negativamente sulle performance operative. L'azzardo morale porta i finanziatori, non avendo modo di controllare il comportamento del *borrower*, a chiedere un ritorno sul capitale maggiore di quello che richiederebbero in caso di autofinanziamento. A causa della selezione avversa, invece, un investitore non riesce a distinguere i progetti di alta qualità da quelli di bassa qualità e così attribuisce ad essi un valore medio di mercato pari ad un rendimento uguale al costo del capitale. Questo meccanismo porta il mercato a scegliere solo progetti di bassa qualità, con un rendimento alto ma molto rischiosi, e taglia fuori dal mercato i progetti d'investimento di alta qualità a basso rischio ma con rendimento minore, poiché gli investitori non sono disposti a sopportare un costo del capitale maggiore del rendimento del progetto. Esistono però due soluzioni, secondo i due studiosi, per segnalare la buona qualità dei progetti: aumentare la *disclosure* e la *share retention*. Aumentando la *disclosure* il *borrower* può ridurre le asimmetrie informative, ma questo non basta: per certificare i progetti è necessario l'intervento di un intermediario. Attraverso una *share retention*, cioè mantenendo un'alta quota del capitale anche dopo l'emissione e continuando quindi a condividere il rischio,

l'investitore di maggioranza può segnalare la buona qualità dei progetti che andrà ad intraprendere in futuro.

Il secondo studio è quello di Jensen e Meckling (1976). Essi evidenziano un'altra faccia del problema che nasce dalle asimmetrie informative di azzardo morale tra proprietà e nuovi azionisti. A seguito dell'offerta l'azionista di maggioranza diminuisce la propria quota a favore dei nuovi azionisti di minoranza ma continua a mantenere il controllo. In questa situazione, quest'ultimo, vedendo diminuire la sua remunerazione residuale, potrebbe decidere di estrarre benefici privati dalla società per mantenere costante il suo guadagno. Questa estrazione di benefici privati penalizza sia gli azionisti di minoranza, cui viene di fatto tolta parte del valore d'impresa che spetterebbe loro (essi dovranno altresì sostenere un ulteriore costo per monitorare la proprietà aumentando così i costi d'agenzia), sia le performance dell'impresa su cui graveranno costi aggiuntivi che andranno ad erodere utili e profittabilità della stessa.

Infine, sullo stesso filone teorico, Myers e Majluf (1984) mostrano con il loro modello come gli azionisti, durante un'emissione di capitale, pur di collocare sul mercato azioni sopravvalutate, siano disposti ad intraprendere progetti con NPV negativo.

I primi a svolgere un'analisi empirica riguardo la variazione delle performance operative tra pre-IPO e post-IPO sono Jain e Kini (1994). I due studiosi analizzano le performance nei tre anni successivi all'IPO di 294 imprese tra il 1976 e il 1988 usando come termine di riferimento il ROA (*Return on Assets*). Il declino delle performance appare evidente. Le motivazioni che emergono dallo studio sono tre: il calo dei

fondamentali economici, la variazione della percentuale di capitale detenuta dagli azionisti e la *window dressing.* In accordo con gli studi teorici precedenti, il disallineamento tra proprietà e controllo pare una delle principali cause del calo di profittabilità. Il calo dei fondamentali, cioè *Market to Book* e *Earning per Share*, può essere spiegato con la già citata teoria della *window of opportunity,* secondo cui le imprese scelgono di quotarsi in un periodo particolarmente florido e non sono in grado di mantenere le stesse prestazioni nel lungo periodo. Infine, la *window dressing* riguarda l'aggiustamento al rialzo dei parametri operativi in corrispondenza della quotazione al fine di estrarre maggiori benefici.

A confermare l'ipotesi del *window dressing* sono Mikkelson, Partch e Shah (1995), i quali però non comprovano evidenze sul calo delle performance per effetto del disallineamento tra proprietà e controllo.

Sul mercato italiano si riporta la ricerca di Pagano,Panatta, Zingales (1998). Il loro studio conferma la *profitability drop* per le nuove quotate e le attribuisce come causa statisticamente più rilevante il disallineamento tra proprietà e controllo oltre che la *window dressing* definita qui come *accounting manipulation.*

Loughran e Ritter (1997) mostrano come le OP delle imprese che svolgono SEO (*Seasoned Equity Offerings*) aumentino nel periodo appena precedente l'operazione per poi calare negli anni successivi. Le performance operative vanno di pari passo con le performance azionarie. Inoltre, essi evidenziano un calo nel margine di profitto, nel ROA e nel reddito operativo sul valore degli asset, che risulta maggiore per imprese che effettuano SEO (il

confronto è realizzato con imprese simili in termini di *asset size*, settore e performance operative). Il M/B delle *SEO firms* al momento dell'operazione non riflette le prospettive di declino future, e le imprese che aumentano in maggior misura fatturato e CAPEX a ridosso dell'offerta sono quelle che subiranno un calo maggiore nelle performance azionarie. Queste conclusioni sono in accordo con l'ipotesi della *window of opportunity*.

Vi sono alcuni studi che sostengono che l'effetto segnalazione può evitare il declino delle performance operative. La presenza di un *venture capitalist* all'interno dell'azionariato può essere indice della bontà dei progetti che l'azienda intraprenderà in futuro riducendo così i costi di agenzia ed evitando il declino delle performance (Jain e Kini, 2003). Dall'analisi di Coakley, Haddas e Wood (2007) emerge che le neo quotate in cui è presente un venture capitalist hanno performance operative migliori rispetto a quelle in cui è assente. Healy e Palepu (1990) sostengono che se l'aumento di capitale avviene solo tramite nuova emissione azionaria non si assisterà ad un declino delle performance poiché, sebbene vi sia una diluizione della quota dell'azionista di maggioranza e quindi un effetto di disallineamento tra proprietà e controllo, questa operazione segnala la volontà dell'impresa di raccogliere capitale per finanziare progetti futuri e sostenere la crescita.

L'impatto sulle performance operative delle IPO è sicuramente negativo, vediamo ora come variano le performance operative a cavallo di una M&A.

2.3. Performance operative post-M&A

Se si può dire che la letteratura è in completo accordo su quale sia l'impatto delle IPO sulle performance operative lo stesso non può essere detto per le M&A.

L'argomento è uno dei dibattuti dalla letteratura, gli studi finora realizzati portano a risultati contrastanti e possono essere divisi in tre gruppi: gli studi che sostengono che le M&A conducano ad un significativo aumento delle performance operative, quelli che sostengono che portino ad un deterioramento delle performance operative e quelli che non riscontrano un cambio significativo delle performance operative nel post-M&A.

Lo studio più famoso in questo campo è sicuramente quello di Healy, Palepu, Ruback (1992), essi sono i primi ad analizzare la variazione delle performance operative a seguito di una M&A utilizzando i dati contabili. Studi precedenti avevano analizzato le performance azionarie post-M&A, verificandone un aumento, senza però determinare se alla base di questo vi fosse un reale miglioramento dei fattori economici o se questo aumento fosse dovuto solamente a distorsioni del mercato. Inoltre, lo studio dell'andamento azionario non permette di capire nè se ci sono eventuali benefici, nè da dove derivino. Essi utilizzano un modello di regressione *industry-adjusted* che usa come benchmark le performance medie del settore. Il campione comprende 50 fusioni completate da grandi imprese pubbliche statunitensi nel periodo che va dal 1979 al 1983. I risultati mostrano come dopo la fusione le imprese migliorino significativamente la produttività degli *asset* con un conseguente aumento dei ritorni rispetto al benchmark di settore. Un altro aspetto interessante verificato dai due studiosi è che queste imprese mantengono costanti le spese in CAPEX e R&D rispetto al loro settore. Ciò indica che le imprese M&A mantengono costanti gli investimenti di

lungo periodo. Quello che non viene spiegato è invece il motivo che determina un miglioramento delle performance. L'unica ipotesi a riguardo è che maggiore è la *industry relatedness* in termini di prodotto, produzione o mercato, quindi maggiore è la possibilità di sfruttare economie di scopo, scale o sinergie, maggiore è la possibilità di incrementare i flussi di cassa dopo una M&A.

In accordo Healy, Palepu, Ruback (1992) vi è lo studio svolto da Switzer (1996). Egli analizza la variazione delle performance operative per 324 fusioni dal 1967 al 1987 e conferma i risultati del precedente studio, mostrando inoltre che le evidenze non sono sensibili alla grandezza dell'offerta, alla *industry relatedness* tra *bidder* e target e al *leverage* della *bidder*. Il fattore principale che conduce all'aumento delle performance operative sono le sinergie e i benefici da esse derivanti.

Anche Cornett e Tehranian (1992) e Linn e Switzer (2001) trovano un' aumento delle performance. I primi utilizzando il modello di Healy, Palepu, Ruback (1992) mostrano l'aumento delle performance per un campione di 30 fusioni avvenute nel settore bancario mentre gli altri due studiosi impiegando una differente metodologia per il calcolo delle performance operative (il *change model*, vedi capitolo 3), sempre nel mercato statunitense, evidenziano un aumento significativo di quest'ultime utilizzando ancora come benchmark le OP medie del settore.

Evidenze contrarie sul tema arrivano da Ghosh (2001). Egli ritiene che i modelli utilizzati, in particolare si riferisce a quello di Healy, Palepu, Ruback(1992), non siano corretti in quanto utilizzano come benchmark la performance media del settore.

L'utilizzo di questo parametro come confronto, secondo Ghosh, "falserebbe" lo studio per due motivi: in primo luogo, le imprese intraprendono acquisizioni durante periodi con performance superiori alla media (Mork et al.,1990); in secondo luogo, il campione di Healy, Palepu, Ruback (1992) comprende per la maggior parte imprese più grandi rispetto alla media del settore. Ghosh, usando un campione di grandi acquisizioni svolte tra il 1981 e il 1995, sempre nel mercato US, ripete lo studio. Egli utilizza prima il modello di Healy, Palepu, Ruback (1992), ed in seguito il modello di Barber e Lyon (1996) servendosi come benchmark di imprese con performance pre-acquisizione e dimensioni simili (Loughran e Ritter, 1997). Quello che emerge dalla prima analisi è che le performance operative post-acquisizione aumentano significativamente, ma Ghosh fa notare come le performance negli anni pre-acquisizione delle imprese utilizzate fossero già superiori alla media del settore. Impiegando il secondo modello i risultati sono differenti. Infatti, non si riscontra nessun aumento delle performance operative nel post-acquisizione.

Le evidenze di Ghosh (2001) sono confermate qualche anno dopo da Martynova, Oosting, Renneboog (2006),i quali, utilizzando un campione di imprese europee che effettuano M&A tra il 1997 e il 2001, non riscontrano variazioni significative delle performance nel post-M&A. La particolarità di questo studio è l'impiego di differenti indicatori di misura delle OP, infatti oltre ai "classici" indicatori (vedi capitolo 3) essi utilizzano due indicatori che tengono conto anche delle variazioni nel capitale circolante al fine di cogliere a pieno le OP.

Powell e Stark (2005) si occupano delle acquisizioni completate nel mercato UK dal 1985 al 1993 riscontrando un leggero aumento delle performance operative. Essi usano il sistema di matching implementato anche da Ghosh (2001) e gli indicatori con i cambi nel capitale circolante. Adoperando il modello di Healy, Palepu, Ruback (1992) sullo stesso campione l'aumento delle OP è superiore, come mostrato anche da Ghosh (2001). Inoltre, i due studiosi sostengono che la rimozione del CEO della target e la *industry relatedness* abbiano un impatto positivo sulle OP post-M&A.

Tra gli studi che evidenziano un calo nelle OP ricordiamo Meeks (1977), Herman e Lowenstein (1988) e Yeh e Hoshino (2001). Il primo analizza 223 imprese UK dal 1964 al 1972 registrando un calo significativo delle OP a seguito della M&A, i secondi studiano 56 acquisizioni ostili dal 1975 al 1983 rivelando OP in declino. Infine, Yeh e Hoshino (2001) trovano un calo significativo per le imprese giapponesi che effettuano M&A dal 1970 al 1994.

Come si è visto i risultati non permettono di trarre alcuna conclusione certa sull'influenza delle acquisizioni e fusioni sulle performance operative. La letteratura, oltre a non essere concorde a livello di risultati, non sembra trovare una linea comune nemmeno sulla metodologia. I modelli utilizzati sono molteplici così come gli indicatori di misura delle OP, non c'è intesa nemmeno su quale sia il benchmark più corretto con il quale "correggere" le performance.

Gli studi sulle performance operative a seguito di un M&A non si sono limitati a misurare se quest'ultime subissero una variazione e se questa variazione fosse

significativa o meno, ma hanno esaminato alcune variabili di queste operazioni al fine di valutarne l'impatto. Nella seconda del paragrafo si vedrà quali sono queste variabili e che impatto hanno sulla variazione delle performance operative.

2.3.1.Il metodo di pagamento

La determinante su cui si sono concentrati quasi tutti gli studi, e che sembra impattare sulle performance operative nel post-M&A, è la scelta di perseguire un metodo di pagamento *stock* o *cash*.

Linn e Switzer (2001), Ghosh (2001), Moeller e Schlingemann (2004) sostengono che le acquisizioni *cash* preformano meglio rispetto quelle stock. Una prima spiegazione è quella che le acquisizioni *cash* sono finanziate tramite debito, questo diminuisce i fondi aziendali a disposizione dei manager e quindi minimizza i rischi legati all'uso improprio dei flussi di cassa da parte di quest'ultimi (Jensen and Meckling, 1976). Un'altra interpretazione è che questo tipo di pagamento aumenti le probabilità della sostituzione dei manager "poco efficienti" dell'azienda *target* (Ghosh and Ruland, 1998).

Fishman (1989) e Berkovitch e Narayanan (1990) apportano ulteriori spiegazioni sul perché le acquisizioni *cash* portano a performance migliori di quelle *stock*. Il primo sostiene che le bidder, quando hanno informazioni private che indicano un alto valore della target a causa delle possibili sinergie, usano il metodo di pagamento *cash* per scoraggiare le offerte di altre imprese. Bekovitch e Narayanan (1990) dimostrano che

le offerte *cash* aumentano le probabilità che la target accetti subito l'offerta eliminando il rischio che nel frattempo altre imprese propongano offerte migliori, e sostengono che maggiori sono i vantaggi che la *bidder* può ottenere dalle sinergie maggiore sarà la percentuale dell'offerta in *cash*.

Ghosh (2001) mostra empiricamente che le migliori performance delle acquisizioni *cash* sono dovute ad una crescita delle vendite e non di una riduzione dei costi e che nelle acquisizioni *stock* vengano licenziati lavoratori, nel tentativo di migliorare le performance tramite una riduzione dei costi, cosa che non avviene dopo le acquisizioni *cash*.

Altri studi, al contrario, mostrano che il metodo di pagamento non impatta sulle performance operative (Martynova e al.,2006; Powell e Stark, 2005; Healy e al.,1992; Heron and Lie, 2002).

2.3.2. Atmosfera dell'operazione

Le acquisizioni possono essere amichevoli o ostili. A livello teorico le acquisizioni ostili dovrebbero portare a performance superiori. Questo tipo di acquisizioni risultano più costose per l'impresa *bidder,* la quale dovrebbe essere incentivata a perseguirle solo in caso di un alto livello di sinergie potenziali (Burkart e Panunzi, 2006). Gli studi empirici, però, non mostrano evidenze a favore di questa tesi (Healy et al., 1992; Ghosh, 2001; Powell e Stark, 2005; Martynova e al,2006). Nemmeno il metodo di acquisizione OPA o accordo negoziato sembrano influenzare le OP nel post acquisizione (Switzer, 1996;

Linn e Switzer, 2001; Heron and Lie, 2002; Moeller e Schlingemann, 2003; Martynova e al,2006).

2.3.3. Livello d'indebitamento

Le evidenze dell'impatto del livello d'indebitamento nel pre acquisizione sulle OP sono discordanti. Teoricamente un più alto livello d'indebitamento dovrebbe portare le banche a un monitoraggio più severo prevenendo le acquisizioni inefficienti, come dimostrano Ghosh, Jain (2000) e Harford (1999). Altri studi non hanno riscontrato questa relazione (Linn and Switzer, 2001; Switzer ,1996; Clark e Ofek, 1994; Martynova e al.2006).

2.3.4. Liquidità

Un alto livello di riserve liquide sembra impattare negativamente sulle performance come dimostrano gli studi di Harford (1999) e Moeller e Schlingemann (2004). Questo è in accordo con la teoria di Jensen (1986), secondo cui, maggiore è il livello liquidità a disposizione dell'azienda peggiori sono le performance (a causa della gestione inefficiente dei manager). Martynova et al.(2006) riscontrano performance migliori per le imprese con riserve liquide minori ma non statisticamente significative.

2.3.5. Similarità del business

Le acquisizioni possono avere come target imprese dello stesso settore oppure di settori diversi. Nel secondo caso, a fronte di vantaggi legati alle sinergie possono

emergere problemi legati al *rent-seeking* (Scharfstein e Stein, 2000), al *bargaining* (Rajan et al., 2000) e alla rigidità burocratica (Shin and Stulz, 1998). Su questo argomento gli studi empirici sono divergenti: Healy e al., 1992 e Heron e Lie(2002) segnalano performance peggiori per le acquisizione "diversificate", Ghosh (2001) migliori mentre Powell e Stark (2005), Linn e Switzer (2001), Switzer (1996) e Martynova e al. (2006) non rilevano differenze significative.

2.3.6. Grandezza dell'impresa target

Acquisire un' impresa di grandi dimensioni può condurre a vantaggi maggiori in termini di sinergie e economie di scala rispetto ad acquisire una piccola impresa, ma allo stesso tempo comporta anche maggiori difficoltà d'integrazione tra *bidder* e *target*. Linn e Switzer, 2001 Switzer, 1996 e Martynova e al.(2006) sostengono come le acquisizioni che hanno come target imprese di grandi dimensioni preformino meglio rispetto a quelle con target di piccole dimensioni. Clark and Ofek (1994) sostengono il contrario, mentre la maggioranze dei *paper* non hanno evidenziato alcuna differenza significativa (Powell e Stark, 2005; Moeller e Schlingemann, 2003; Heron and Lie, 2002; Sharma and Ho, 2002; Healy e al., 1992).

2.3.7. Confini geografici dell'acquisizione

Le acquisizioni che riguardano *target* di altre nazionalità (*cross-border*) possono portare vantaggi in termini di espansione del business in altre nazioni ma devono affrontare le difficoltà derivanti dal gestire imprese sottoposte a norme e culture

differenti. Moeller and Schlingemann (2003) mostrano che i ritorni dopo l'annuncio dell'operazione sono minori per le acquisizioni oltre i confini rispetto a quelle domestiche. Martynova e al.(2006) non evidenziano differenze significative.

La letteratura ha delineato una situazione in cui le imprese nuove quotate sperimentano un calo nelle performance operative negli anni successivi all'IPO, anni in cui le stesse imprese sono molte attive nel mercato delle M&A. Le evidenze riguardo all'impatto delle M&A sulle performance operative, invece, non sono ancora chiare.

In questo contesto si andrà ad inserire la nostra ricerca con l'obbiettivo di verificare se acquisizioni e fusioni impattino sul fenomeno del *profitability drop.*

Prima dell'analisi vera e propria, nel terzo capitolo, si analizzeranno nello specifico le principali metodologie impiegate per calcolare la variazione delle performance operative a cavallo di un M&A.

3. IL CALCOLO DELLE PERFORMANCE OPERATIVE

I risultati contrastanti, ottenuti negli anni, riguardo l'andamento delle performance operative a seguito di un M&A derivano anche dalla difficoltà nel definire una misura univoca per le performance operative e un modello per stimarne la variazione, isolando gli effetti attribuibili all'M&A.

In questo capitolo, attraverso l'analisi di due dei principali studi sull'argomento (Healy et al.,1992; Ghosh ,2001), si andranno ad elencare e analizzare le principali misure per definire le performance operative e le tecniche e i modelli implementati per studiarne la variazione a cavallo di un M&A, valutandone pro e contro.

3.1. Definizione della misura delle performance operative

Per prima cosa, per andare a stimare la variazione delle OP a seguito di un M&A bisogna definire la misura delle OP.

Le misure utilizzate furono numerose, ma quella più impiegata è senza dubbio quella definita da Healy, Palepu e Ruback nel paper del 1992 intitolato "*Does corporate performance improve after merger*?".

I tre studiosi misurano la performance come i flussi di cassa pre-tasse, definiti nel seguente modo:

CASH FLOW = Ricavi delle vendite- Costi di produzione - Costi delle vendite - Costi amministrativi + Depreciation e Ammortamenti + Goodwill

Per poter confrontare le varie imprese, questa misura viene "sgonfiata" attraverso il valore di mercato degli *asset* (*valore di mercato dell'equity + valore di libro del debito netto*).

$$Performance\ Operative_i = \frac{CF_i}{Market\ value\ of\ Asset_i}$$

L'esclusione delle tasse permette di confrontare imprese di nazionalità diverse soggette a differenti giurisdizioni fiscali, mentre quella degli interessi permette di confrontare imprese che utilizzano diversi metodi di finanziamento. Infatti le entrate sono calcolate dopo aver dedotto gli interessi sul debito ma prima di sottrarre il costo dell'*equity.* Se si tenesse conto anche degl'interessi, le acquisizioni *stock* restituirebbero risultati migliori di quelle finanziate con *cash* o debito.

E' importante sottolineare che il valore di mercato degli *asset* per gli anni successivi all'M&A viene aggiustato sottraendo il cambio di valore dell'*equity* che avviene a seguito dell'annuncio dell'operazione. Un mercato efficiente capitalizza il valore di qualsiasi miglioramento atteso nel prezzo di mercato al momento dell'annuncio, se

non si effettuasse questo aggiustamento non si sarebbe in grado di registrare aumenti di performance "anormali" anche a seguito di un aumento nei flussi di cassa.

Questa misura fu usata da molti studi successivi ma fu anche messa in discussione.

Le prime critiche furono rivolte al denominatore usato per scalare le performance: secondo Ghosh (2001) l'utilizzo del valore di mercato degli *asset*, sebbene corretto con l'esclusione della variazione dovuta all'annuncio dell'operazione, porta ad una distorsione dei risultati poiché, come dimostrato da precedenti ricerche (Agrawal et al.,1992), il valore di mercato cala nel periodo successivo all'acquisizione. Un calo del valore di mercato fa crescere il rapporto flussi di cassa operativi su valore di mercato degli *asset* anche se le performance non aumentano.

Ghosh, per aggirare il problema, scala i flussi di cassa con il valore di libro degli *asset*. Anche questa misura non è esente da problemi di distorsione dei risultati: infatti il valore di libro degli *asset* è influenzato dal metodo con cui è contabilizzata l'acquisizione e dalla politiche di ammortamento (Amir Amel-Zadeh, 2009).

Esistono altri due metodi per scalare i flussi di cassa, il primo consiste nel scalarli con il valore di libro dell'*equity* e il secondo con i s*ales*. Ma anche qui emergono alcuni problemi: il valore di libro dell*'equity* è influenzato dai principi contabili e dalla politica di dividenti mentre i *sales*, , sebbene non portino a distorsioni dei risultati, non permettono di misurare la profittabilità(Meeks e Meeks, 1981).

Martynova, Oosting, Renneboog (2006) e Powell, Stark (2005) contestarono la scelta del numeratore, definendo come incompleti i flussi di cassa pre tasse. Secondo loro

questa misura non permette di tener conto di tutti i flussi di cassa che un'impresa è in grado di generare e quindi di valutare le performance operative a pieno. Essi adoperano una misura "pura" dei flussi di cassa che include anche i cambi nel capitale circolante (cambi in crediti commerciali, debiti commerciali e scorte). Questa misura, per quanto più completa è più facilmente soggetta a distorsioni. Diversi principi di contabilizzazione delle scorte possono portare a risultati diversi (la logica LIFO in molti casi porta a ritorni maggiori rispetto alla logica FIFO).

Altri studi hanno poi utilizzato misure come l'EBT(*Earning before Taxes*) (Meeks, 1977; Yeh & Hoshino, 2001) o EBIT (*Earning Before Interest & Taxes*) (Herman e Lowenstein,1988; Heron e Lie,2002).

Per quanto riguarda la definizione delle performance nel pre acquisizone alcuni studi usano solo le performance dell'impresa bidder (Moeller & Schlingemann, 2004; Heron e Lie, 2002; Yeh & Hoshino, 2001) mentre altri includono anche le performance dell'impresa target(Healy et al.,1992; Ghosh, 2001, Martynova, 2006).

Nel caso s'includa la performance della target le performance pre acquisizione sono calcolate come il rapporto tra la somma dei flussi di cassa dell'impresa *bidder* e della *target* e la somma del denominatore scelto (per es. il valore di libro degli *asset*) della *bidder* e della target:

$$OP_{anno-i} = \frac{CF(bidder)_{anno-i} + CF(target)_{anno-i}}{BookValueofAsset(bidder)_{anno-i} + BookValueofAsset(target)_{anno-i}}$$

3.2. La scelta del benchmark

Dopo aver definito la misura delle performance, quest'ultima va aggiustata utilizzando un benchmark. Correggere le OP con un appropriato benchmark permette di isolare le variazioni di performance dovute all'M&A

Healy et al.(1992) adottano come benchmark la mediana delle performance del settore. Alle performance *raw* (senza aggiustamenti) viene sottratta la mediana delle performance del settore di riferimento, arrivando così ad avere delle performance *industry-adjusted*:

$$OPind_{anno\ i} = OPimpresa\ j_{anno\ i} - mediana(OP\ settore\ impresa\ j)_{anno\ i}$$

C'è da dire che anche le performance *industry-adjusted* possono avere alcuni problemi. In primo luogo, diverse definizione di settore possono portare a risultati diversi. In secondo luogo, in presenza di performance costanti o addirittura in calo, una diminuzione del valore di mercato delle società del campione rispetto al settore porta a registrare performance in aumento sebbene queste siano costanti o in calo. Prima di trarre qualsiasi conclusione va verificato che non vi sia un calo significativo del valore di mercato degli *asset* nel periodo d'interesse.

La scelta della mediana del settore come benchmark fu fortemente criticata da Ghosh (2001), secondo cui, questo benchmark per aggiustare le perfomance "falserebbe" lo studio per due motivi. Primo, le imprese intraprendono acquisizioni durante periodi con performance operative superiori alla media, dovute probabilmente a fattori temporanei, che con il tempo le forze competitive annulleranno (Morck et al.,1990).

Secondo, il campione di Healy et al.(1992) comprende per la maggior parte imprese più grandi rispetto alla media del settore. La teoria economica conferma che le performance sono legate alla grandezza dell'impresa a causa di fattori "di scala" e le imprese grandi sono più profittevoli rispetto alle imprese piccole (Fama and French, 1995; Penman, 1991). Di conseguenza i risultati ottenuti da Healy et al.(1992) non sono da considerarsi validi, le performance superiori registrare sono da attribuirsi ai fattori appena elencati.

Egli risolve il problema aggiustando le perfomance pre e post delle imprese che acquistano con le perfomance di imprese simili a livello di performance pre-acquisizione e grandezza degli *asset* selezionate tramite una procedura di matching. Servendosi di questo benchmark le proporzioni delle variazioni nelle performance operative saranno simili per l'impresa che acquisisce e per l'impresa con cui è stato comparata, garantendo così l'identificazione di una variazione di OP dovuta esclusivamente all'M&A.

Il processo di matching per la selezione del campione di imprese che comporranno il benchmark è un passaggio molto delicato e può condizionare i risultati della ricerca. L'algoritmo seguito dalla maggior parte degli studi è quello definito da Barber e Lyon (1996) secondo cui i modelli di ricerca più efficaci sono quelli che confrontano le imprese del campione con imprese simili a livello di performance precedenti all'evento considerato e grandezza.

3.3. La procedura di matching

La procedura di matching negli studi riguardanti le performance operative a seguito di eventi societari è un passaggio cruciale. Come spiegato anche in precedenza correggere le performance con le performance di società simili permette di isolarne la variazione dovuta all'evento societario studiato.

Ghosh(2001), così come molti altri studi, utilizza la stessa procedura di matching seguita da Loughran e Ritter (1997) nel loro studio sulla variazione delle OP a seguito di SEO. I due studiosi seguono l'algoritmo di matching suggerito dallo studio di Barber e Lyon (1996):

1. le imprese candidate al matching devono essere imprese quotate nei mercati di riferimento che non hanno effettuato operazioni di finanza straordinaria nei 5 anni precedenti rispetto alla data dell'evento studiato
2. tra queste imprese vanno selezione quelle dello stesso settore con grandezza degli *asset*, alla fine dell'anno in cui si vuol svolgere il matching (nel caso di uno studio sulle M&A l'anno -1, e non l'anno 0 per i motivi precedentemente spiegati), compresa tra il 25% e il 200% rispetto all'impresa di riferimento e ordinate in base alle OP (CF/*Book Value of Asset*) sempre nell'anno -1
3. l'impresa con le OP più vicine a quella di riferimento viene selezionata.

Se non sono presenti imprese dello stesso settore è possibile selezionare, sempre seguendo lo stesso criterio, imprese non dello stesso settore con grandezza degli *asset* compresa tra il 90% e il 110%.

3.4. L'arco temporale

L'arco temporale utilizzato per valutare la variazione delle performance nel post-M&A può variare da 5 anni (Heay et al.,1992) a 3 anni (Ghosh,2001).

Per definire la performance post-acquisizione da utilizzare nel modello si usa solitamente la mediana delle OP dei 3 o 5 anni successivi. La mediana viene preferita alla media poiché risente meno dell'effetto degli *outlier*. Per quanto riguarda le performance pre acquisizione viene utilizzata la mediana dei 3 o 5 anni precedenti oppure, in caso di selezione del benchmark tramite il matching sull'anno precedente all'acquisizione, viene utilizzata solo la mediana delle OP dell'anno -1 per rappresentare le OP pre-acquisizione.

L'anno 0, cioè l'anno in cui è effettuata l'acquisizione o la fusione, è escluso e non viene utilizzato per definire le performance post. I costi dell'operazione impattano sui risultati dell'anno 0, rendendo poco significativo il confronto di questo anno con gli altri. In secondo luogo i differenti metodi di accounting dell'acquisizione restituiscono risultati differenti non rendendo possibile il confronto tra le varie imprese. Esistono due metodi per contabilizzare le acquisizioni: il *purchase method* e il *pooling method*. Le principali differenze sono due: il *purchase method* contabilizza gli asset e le passività della target al valore di mercato, se sono presenti rivalutazioni le registra come avviamento, e consolida i risultati della target con la *bidder* dalla data dell'acquisizione. Il *pooling method* non ammette rivalutazioni degli *asset* e delle passività e consolida i risultati dall'inizio dell'anno in cui avviene l'operazione. Di conseguenza i risultati

ottenuti con il *purchase method* nell'anno dell'M&A sono minori perché consolidati per un periodo più breve, inoltre il valore degli *asset* registrato con questo metodo è maggiore.

3.5. Il modello

Definite le performance pre e post acquisizione è possibile ora calcolare la variazione delle OP.

Sebbene esistano moltissimi studi in materia, i modelli utilizzati sono principalmente due. Le difficoltà e le controversie, come visto in questo capitolo, riguardano per lo più gli altri aspetti della ricerca.

Il modello classico per individuare una variazione nelle OP è il *Change Model*. La variazione viene calcolata semplicemente nel seguente modo:

$$\Delta OP = OP_{post} - OP_{pre}$$

Sebbene sia molto semplice questo modello è ancora il più utilizzato.

L'altro modello, definito Healy et al. 1992 è un modello di regressione definito come *Intercept Model.*

$$OP\ post = \alpha + \beta * OP\ pre + \varepsilon$$

La variazione di performance operative che dipende dall'acquisizione, infatti, è definita come l'intercetta della retta di regressione (α). $OP\ post\ e\ OP\ pre$ rappresentano la performance pre-acquiszione (calcolata come la

mediana degli anni da -5 a -1) e post-acquisizione (calcolata come la mediana degli anni da +1 a +5). Il coefficiente angolare β indica la persistenza delle performance.

E' proprio la possibilità di stimare la persistenza delle performance il punto di forza di questo modello secondo Healy et al., persistenza che utilizzando un semplice confronto tra performance post e pre (Change Model) non può essere stimata.

Per offrire una più chiara e immediata panoramica, riportiamo una tabella che riassume le caratteristiche di alcuni dei più famosi studi sull'argomento.

Tabella 2: Caratteristiche dei principali studi sulla variazione delle performance operative nel post-M&A

Autori	Periodo	Mercato	Grandezza campione	Misura delle performance	Scalate con	Matching	Performance pre-acquisizione	Modello	Variazione OP registrata
Healy, Palepu & Ruback (1992)	1979-1984	US	50	Flussi di cassa pre-tasse	Valore di mercato degli asset(agg)	Settore	Bidder+Target	Change Model Intercept Model	+
Powell & Stark (2005)	1985-1993	UK	191	1)Flussi di cassa pre-tasse 2)Flussi di cassa pre tasse + ΔWC	1)Valore di mercato degli asset 2)Valore di libro degli asset	1)Settore 2)Settore,Size, Performance pre	Bidder+Target	Change Model Intercept Model	+
Heron & Lie (2002)	1985-1997	US	859	EBIT	Sales	1)Settore 2)Performance pre	Solo Biddet	Change Model	+
Moeller & Schlingemann (2004)	1985-1995	US	2362	Flussi di cassa pre tasse	Valore di mercato degli asset	Settore	Solo Bidder	Intercept model	=
Ghosh (2001)	1981-1995	Mondo	315	Flussi di cassa pre tasse	Valore di mercato degli asset (agg)	Settore, Size, Performance pre	Bidder+Target	Change model Intercept model	=
Martynova et al. (2006)	1997-2001	Europa	155	1)Flussi di cassa pre tasse 2)Flussi di cassa pre tasse + ΔWC	1)Valore di libro degli asset 2)Sales	Settore,Size, Performance pre	Bidder+Target	Change model Intercept model	=
Yeh & Hoshino (2001)	1970-1994	Giappone	86	EBT EBIT	1)Valore di mercato dell'equity 2)Valore di mercato degli asset	Settore	Solo bidder	Altro	-
Meeks (1977)	1964-1972	UK	223	EBT	1)Valore netto degli asset	Settore	Bidder+Target	Change Model	-
Herman & Lowenstein (1988)	1975-1983	US (takeover ostili)	56	EBT EBIT	1)Valore di libro degli asset	Nessun matching	Solo bidder	Change model	-

4. L'ANALISI

Inquadrato il contesto teorico e descritti i principali modelli per il calcolo delle performance operative a cavallo di un M&A, si descriverà ora passo per passo l'analisi svolta.

Il legame tra IPO ed M&A è uno degli argomenti "più caldi" della letteratura in questi anni, molti studi hanno cercato di definire quali fossero le cause alla base del legame tra queste due operazioni, altri hanno studiato l'impatto sulle performance finanziarie delle M&A nel post-IPO ma ancora nessuno ha ancora verificato come le M&A nel post-IPO vadano ad influenzare le performance operative. L'obbiettivo di questa ricerca è studiare l'impatto delle M&A sulle performance operative nel post-IPO e capire se anch'esse possano essere annoverate tra le cause del *profitability drop.*

In questo capitolo saranno descritte: le ipotesi di ricerca, la metodologia utilizzata per calcolare la variazione delle performance operative e per effettuare i test di significatività e le analisi univariate e multivariate impiegate per testare l'impatto di alcune caratteristiche legate alla M&A.

4.1. Ipotesi di ricerca

Il contributo che questo lavoro di tesi vuole fornire è quello di chiarire se l'intensa attività di M&A che coinvolge molte delle neo quotate nel post-IPO abbia un impatto sulle performance operative.

La letteratura, come visto nel capitolo 2, ha indagato a fondo quale sia l'impatto di fusioni e acquisizioni sulle performance operative, senza però giungere ad alcuna conclusione certa. Infatti, alcuni studi hanno evidenziato un impatto negativo delle M&A, altri positivo, altri nullo. Questa situazione così incerta è riconducibile in gran parte alla varietà di metodologie impiegate per studiare la variazione delle performance.

Analizzando le metodologie impiegate nei vari studi si scopre come la maggior parte delle analisi che hanno riscontrato performance operative in aumento o in calo non hanno utilizzato un benchmark appropriato, oppure hanno utilizzato il valore di mercato degli *asset* come denominatore per la misura delle performance.

Barber e Lyon (1996) nel loro studio mostrano come il metodo più corretto per identificare le performance operative "anormali" a seguito di un evento sia quello di utilizzare un benchmark di imprese dello stesso settore, con performance precedenti all'evento simili e grandezza degli asset paragonabile. Non utilizzare questo tipo di benchmark può portare a risultati distorti. Yeh e Hoshino (2001), Meeks (1977), Healy, Palepu e Ruback(1992) utilizzano come criterio per costruire il benchmark solo il settore, Heron e Lie (2002) o solo il settore o solo le performance pre acquisizione,Herman e Lowenstein(1988) addirittura non usano alcun benchmark. Questo ci fa dubitare sui risultati da loro raggiunti. Gli studi che hanno costruito il benchmark come indicato da Barber e Lyon(1996) sono Ghosh

(2001), Martynova e al. (2006) e Powell e Stark (2005). I primi due studi non hanno riscontrato variazioni significative delle performance a seguito di M&A , mentre l'ultimo ha trovato un aumento significativo. Tuttavia lo studio di Powell e Stark (2005) è limitato alle imprese UK soggette all'ordinamento giuridico *common law*. Per questi motivi ci si aspetta che l'impatto delle M&A non risulti significativo neanche nel post-IPO.

Ipotesi 1: Le M&A non hanno un impatto significativo sulle performance operative nel post-IPO

La letteratura non ha dubbi invece su quale sia l'andamento delle performance operative a seguito di un'IPO. Il *profitability drop* è un fenomeno documentato, le cui principali cause sono oramai note. Di conseguenza ci si aspetta un calo, nei confronti del benchmark di mercato, anche per le nuove quotate che acquistano.

Ipotesi 2: Le imprese neo quotate e di conseguenza anche le nuove quotate coinvolte in M&A hanno performance operative significativamente inferiori rispetto al benchmark di mercato.

Un'ulteriore obbiettivo di questo studio è verificare se la scelta della misura delle performance operative influenzi i risultati. Come detto, Martynova et al.(2006) e Powell e Stark (2005) implementano una nuova misura di performance operative che tiene conto anche dei cambi nel capitale circolante, ritenendo che le precedenti misure

di performance (Healy et al., 1992; Ghosh, 2001), non fossero complete e non cogliessero a pieno la variazione delle performance.

4.2. La metodologia

Per un campione di 200 imprese europee quotate tra il 1997 e il 2007, che hanno effettuato almeno un'acquisizione entro i tre anni successivi alla quotazione, si è misurato il cambio nelle performance operative a seguito della prima acquisizione. Per individuare la variazione dovuta esclusivamente all'acquisizione, escludendo le variazione imputabili all'andamento del mercato e in particolare all'IPO, le performance assolute (*performance raw*) sono state confrontate con quelle di un benchmark d'imprese IPO che non hanno acquistato, quotate nello stesso anno, selezionate tramite una procedura di matching 1 a 1 (*performance IPO-adjusted)*. Inoltre, al fine di verificare quale fosse l'andamento anche rispetto al mercato, le performance sono state confrontate con un benchmark d'imprese simili quotate da almeno 5 anni, selezionate sempre tramite matching (*performance non IPO-adjusted*).

Di seguito sarà descritta nello specifico la metodologia utilizzata. Saranno descritte e analizzate: la misure delle performance scelte, il periodo di analisi, il metodo di calcolo delle performance pre e post, il benchmark, la procedura di matching e il modello.

4.2.1. La scelta della misura di performance

La misura di performance operative più utilizzata in studi di questo genere sono i flussi di cassa pre tasse definiti da Healy et al. (1992). Questa misura permette di confrontare imprese di differenti nazionalità sottoposte a differenti giurisdizioni fiscali (esclusione delle tasse) e imprese che utilizzano diversi metodi di finanziamento per l'acquisizione (esclusione degli interessi).

Un nuovo filone di studi ha utilizzato questa misura corretta con la variazione nel capitale circolante, per tenere conto anche dei miglioramenti o peggioramenti dell'impresa nel finanziare la propria attività (Martynova et al., 2006; Powell e Stark, 2005). Per completezza, e al fine di verificare se indicatori diversi conducessero agli stessi risultati, si è scelto di usare entrambe le misure di performance.

La scelta del denominatore è ricaduta sul valore di libro degli *asset* e i *sales*, non è stato impiegato il valore di mercato degli *asset* per i problemi di distorsione dei risultati ad esso legati (vedi paragrafo 3.1.).

I primi due indicatori, più "classici", che non tengono conto della variazione nel capitale circolante sono:

- $\frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Asset}}$
- $\frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}}$

gli altri due più "innovativi", che tengono conto delle variazione nel capitale circolante, definito come *Crediti commerciali + Scorte - Debiti commerciali*, sono:

- $\frac{\text{EBITDA}-\Delta\text{WC}}{\text{Total Asset}}$
- $\frac{\text{EBITDA}-\Delta\text{WC}}{\text{Sales}}$

Questi indicatori misurano la capacità dell'impresa di generare profitto a partire dagli *asset* e a partire dal fatturato prima non tenendo conto dei cambi nel capitale circolante e poi tenendone conto.

4.2.2. Il periodo dell'analisi e calcolo delle OP pre e post

Determinate le misure di performance, si è proceduto alla ricerca dei dati e alla definizione del periodo di analisi. Queste due fasi sono descritte nei dettagli nel capitolo successivo (capitolo 5).

Come detto nell'introduzione del capitolo, sono state analizzate le performance delle imprese quotate tra il 1997 e il 2007 che hanno effettuato almeno un'acquisizione nei primi tre anni dopo la quotazione.

Per valutare la variazione delle performance operative sono state confrontate le performance pre acquisizione con quelle post acquisizione. Le performance pre acquisizione sono state definite come le performance registrare alla fine dell'anno precedente all'acquisizione, in accordo con la metodologia di Ghosh (2001). Sarebbe stato possibile definirle anche come la mediana dei tre anni precedenti l'acquisizione ma a causa della mancanza per molte aziende dei dati riguardanti gli anni -2 e -3 si è preferito usare solo l'anno appena precedente l'acquisizione. Le performance post,

invece, sono state stimate come la mediana dei tre anni successivi all'acquisizione. L'anno 0 non è stato escluso dall'analisi per i motivi elencati nel paragrafo 3.4..

Il semplice confronto tra le performance pre e post (*performance raw*) permette di valutare la variazione di performance assoluta. Questa variazione però è influenzata da una molteplicità di fattori (andamento dell'IPO, andamento del mercato) e non permette di isolare l'effetto dell'acquisizione. Al fine di misurare la variazione delle performance operative imputabili solo all'acquisizione è stato necessario costruire un benchmark tramite la procedura di matching.

4.2.3. Il matching e la definizione dei benchmark

La procedura di matching è stata lo *step* più impegnativo di tutta l'analisi.

Attraverso questa procedura sono stati costruiti due campioni di benchmark con cui confrontare le performance delle neo quotate che acquistano: il primo costituito da imprese IPO che non hanno acquisito negli anni successivi alla quotazione, il secondo composto da imprese quotate da almeno cinque anni rispetto al momento in cui è avvenuta l'acquisizione di riferimento.

I requisiti dei tre campioni sono specificati nel paragrafo 5.1.

Per costruire i campioni di benchmark si sono seguite le linee guida della procedura di matching implementata da Loughran e Ritter(1997) (vedi paragrafo 3.3).

Per costruire il primo campione di benchmark si è operato nel seguente modo:

- le imprese candidate al matching erano tutte quelle quotate tra il 1997 e il 2007 che rispettavano i criteri elencati nel paragrafo 5.1. (*no delisting*, no privatizzazioni, no operazioni di finanza straordinaria negli anni d'interesse nei tre anni successivi all'IPO e no imprese appartenenti al settore finanziario/assicurativo)
- per ogni impresa IPO acquirente sono state isolate le imprese IPO quotate nello stesso anno, dello stesso settore e con una grandezza degli *asset* simile (tra il 25% e il 200%) e tra queste si è scelta l'impresa con le performance pre acquisizione (EBITDA/*Total Asset)* più simili
- nel caso non vi fossero imprese dello stesso settore con le caratteristiche elencate nel punto precedente sono state selezionate imprese di altri settori, sempre seguendo lo stesso criterio, con grandezza degli *asset* compresa tra 50% e 150% (si è scelto di allargare la forchetta usata da Loghran e Ritter (1997) di 90% e 110% al fine di raggiungere una buona numerosità del campione di matching, sopratutto nel caso del matching alternativo (vedi paragrafo 6.4)

La stessa procedura, escludendo il vincolo della quotazione nello stesso anno e aggiungendo quello della quotazione almeno 5 anni prima dell'impresa IPO di riferimento, è stata adoperata per selezionare il campione di benchmark delle imprese non IPO quotate da più di 5 anni.

4.2.4. Il modello

Il modello utilizzato per studiare la variazione delle performance operative è stato il *Change model.* Questo modello per quanto molto semplice rimane il più efficace.

Si è deciso di non utilizzare l'*Intercept model* poiché, come mostrano i risultati di svariati studi, questo modello tende a sovrastimare le performance portando a risultati distorti.

Come detto in precedenza, per avere una panoramica il più ampia possibile sul fenomeno, le performance sono state valutate come segue:

- innanzitutto si è calcolata la variazione delle OP in termini assoluti, senza confrontarle con alcun benchmark (*performance raw*) :

$$\Delta OP_{raw} = OP_{post} - OP_{pre}$$

- dopodiché la variazione delle OP è stata calcolata rispetto al benchmark delle imprese che hanno effettuato IPO e non hanno acquisito (*performance IPO adjusted)* :

$$\Delta OP_{ipo\ adjusted} = \left(OP_{post} - OP_{ipo\ post}\right) - \left(OP_{pre} - OP_{ipo\ pre}\right)$$

- infine le OP delle nuove quote che acquistano sono state confrontate con il benchmark rappresentativo del mercato composto delle imprese quotate non IPO (*performance non-IPO adjusted*):

$$\Delta OP_{non-ipo\ adjusted} = \left(OP_{post} - OP_{non-ipo\ post}\right) - \left(OP_{pre} - OP_{non-ipo\ pre}\right)$$

Per avere dei risultati il più possibile robusti e analizzare l'andamento delle OP anno per anno, per ognuno dei modelli sopra elencati, la variazione è stata calcolata in 5 modi differenti:

- $\Delta OP = OP_{anno+1} - OP_{anno-1}$
- $\Delta OP = OP_{anno+2} - OP_{anno-1}$
- $\Delta OP = OP_{anno+3} - OP_{anno-1}$
- $\Delta OP = mediana(OP_{(anno+1,anno2)}) - OP_{anno-1}$
- $\Delta OP = media(OP_{(anno+1,anno+2,anno+3)}) - OP_{anno-1}$
- $\Delta OP = mediana(OP_{(anno+1,anno+2,anno+3)}) - OP_{anno-1}$

Le prime tre "varianti" mostrano il cambiamento delle performance in ognuno dei tre anni successivi all'acquisizione rispetto alla situazione pre acquisizione. La quarta variante confronta la mediana/media delle OP dei primi due anni post acquisizione rispetto all'ultimo anno prima dell'operazione, mentre l'ultima variante valuta la variazione nella maniera "classica" (Ghosh, 2001). E' stata utilizzata anche una misura con la media dei tre anni post per testare la robustezza del modello (la mediana è più corretta perché riduce l'effetto degli *outlier*).

4.2.5. Test di significatività

Misurato il cambio nelle performance, per verificare se i cambiamenti rilevati fossero statisticamente significativi o meno si è utilizzato il Wilcoxon signed rank test. Grazie a questo test non parametrico si è testato se il livello mediano delle performance post

acquisizione fosse significativamente differente al livello mediano delle performance pre acquisizione e se la performance delle IPO che acquisiscono fosse significativamente differente rispetto alle performance dei due benchmark (IPO e non IPO). I test sono stati svolti ai tre livelli di significatività 1%,5% e 10%.

4.3. Determinanti delle performance operative

Misurata la variazione delle performance, si sono analizzate alcune variabili, legate alla M&A, che potevano in qualche modo influire sulle performance operative. Sono state svolte prima analisi univariate e poi analisi multivariate.

Per le analisi univariate si è spezzato il campione in due, tre o quattro parti in base alla variabile presa in considerazione e si sono calcolate nuovamente le performance, dopodiché si è andati a testare, tramite il test U di Mann Whitney, se i cambi nelle performance fossero significativamente differenti tra i diversi sottocampioni.

Per l'analisi multivariata si sono costruiti alcuni modelli di regressione lineare multipla grazie ai quali è stato possibile testare l'effetto combinato di più variabili. Per testare l'effetto di alcune variabili "non numeriche"(per esempio il metodo di pagamento o la distanza temporale tra l'IPO e la prima acquisizione) sono state utilizzate variabili *dummy* che assumevano il valore di 1 o 0 zero in base alla caratteristica da verificare.

5. IL CAMPIONE D'ANALISI E LE SUE CARATTERISTICHE

5.1. Ricerca e selezione dei dati

La ricerca dei dati è stato un processo difficoltoso e dispendioso in termini di tempo. L'idea iniziale era quella di svolgere lo studio a livello europeo comprendendo 7 paesi (Italia, Francia, Germania, UK, Spagna , Belgio, Olanda) ma a causa della grandissima quantità dei dati e delle difficoltà in termini di tempo per effettuare il matching si è deciso di ridurre l'analisi ai 4 paesi più rappresentativi: Italia, Francia, Germania e UK. La ricerca è stata svolta su imprese italiane, francesi, tedesche e del regno unito che hanno effettuato almeno un'acquisizione entro i primi tre anni dalla quotazione su uno dei seguenti mercati borsistici: Mercato Telematico Azionario, AIM Italia, Borsa di Berlino, Borsa di Francoforte, Borsa di Monaco, Euronext Parigi, London Stock Exchange e London AIM Stock Exchange. In termini di arco temporale il periodo preso

in considerazione va dal 1997 al 2012. La scelta dell'anno 1997 come limite inferiore è stata imposta dal database Zephir i cui dati su IPO e M&A partivano proprio dall'anno 1997.

Per prima cosa sono stati raccolti i dati riguardanti le IPO dal 1997 al 2007. L'anno 2007 come limite superiore è stato scelto poiché, dovendo analizzare le imprese coinvolte in M&A entro i primi tre anni dalla quotazione e servendo almeno tre anni dopo l'operazione per analizzare le performance operative, erano necessari dati per i sei anni successivi all'IPO. Sono state individuate 2220 IPO. Successivamente è stato scaricato, sempre dal database Zephyr, l'elenco delle fusioni e acquisizioni effettuate dal 1997 al 2012 individuando 2036 acquisizioni effettuate da 795 società diverse. I due elenchi scaricati da Zephyr (IPO e M&A) sono stati incrociati al fine di individuare le imprese quotate che avessero effettuato almeno un'acquisizione entro i primi tre anni dall'ingresso in borsa. Si è ottenendo un campione di 656 imprese.

A questo punto il campione è stato filtrato secondo i seguenti criteri:

- sono state incluse nel campione finale solo le acquisizioni intra-europee domestiche o *cross-border* (società nuova quotata su uno dei mercati selezionati che acquista o si fonde con un'altra società europea quotata o non quotata).
- sono state considerate valide sole le acquisizioni che hanno portato ad un cambio del controllo societario e non le acquisizioni di quote minoritarie.

- sono state escluse le operazioni di LBO e MBO, le acquisizioni infra-gruppo e le operazioni che coinvolgevano società delistate, privatizzate o che avessero effettuato qualsiasi altro tipo di operazione di finanza straordinaria (*Seasoned Equity Offering, Follow On Offering, Secondary Listing*) nell'arco temporale di valutazione delle performance.
- non sono state valutate le società che han compiuto acquisizioni dopo esser state acquisite da un'altra società negli appena successivi all'IPO, e quelle che hanno effettuato acquisizioni e nei tre anni successivi all'operazione sono state acquisite a loro volta.
- non sono state ammesse nel campione operazioni che coinvolgevano istituzioni finanziarie (banche, assicurazioni, fondi, fondi pensione).

Questi vincoli sono stati imposti per evitare che gli effetti di altre operazioni potessero influire e/o condizionare l'impatto delle operazioni oggetto dello studio.

Applicati i filtri il campione contava 530 imprese.

A questo punto erano necessari i dati di bilancio. I dati di bilancio erano essenziali non solo per le imprese del campione ma anche per le imprese da utilizzare nel matching: imprese neo-quotate che non avessero effettuato M&A o altri tipi di operazioni di finanza straordinaria entro tre anni e imprese quotate da almeno 5 anni non coinvolte in operazioni di finanza straordinaria negli anni d'interesse. Le imprese utilizzate per il matching sono state filtrate usando i vincoli sopra citati (no *delisting*, no

privatizzazioni, no operazioni di finanza straordinaria negli anni d'interesse e no imprese appartenenti al settore finanziario/assicurativo)

La ricerca di un database che disponesse dei dati necessari è stata travagliata. In un primo momento si era pensato di ricorrere al database Orbis, contenente i dati di bilancio delle imprese quotate e non quotate a livello mondiale, ma la sua limitazione temporale (disponibilità dei dati solo dal 2003 in poi) avrebbe limitato lo studio, confinandolo ad un periodo principalmente *cold* ed escludendo gli anni dal 1997 al 2002 che sono stati un periodo *hot* per quanto riguarda il mercato ed in particolare il mercato delle IPO. Per lo stesso motivo è stato scartato anche il database Amadeus, contenente i dati di bilancio delle imprese quotate e non quotate a livello europeo. Infine la scelta è ricaduta sul database Worldscope, che disponendo dei dati di bilancio di tutte le società quotate dal 1984 ad oggi permetteva di poter estendere la ricerca fino all'anno 1997. Pur essendo un database molto completo, Worldscope presentava alcuni "buchi", per aver un campione uniforme e coerente sono state escluse le società che non disponevano di tutti i dati necessari per calcolare i quattro indicatori di performance operative. Escluse queste società il campione contava 423 imprese.

L'ultimo *step* per la definizione del campione finale è stato il matching. Erano necessarie imprese che avessero una "controparte" sia nel campione delle IPO *firm*s che non acquistano sia in quello delle imprese non IPO. Le imprese per cui è stato possibile trovare una "controparte" in entrambi i campioni è di 200 imprese.

Per testare la robustezza dell'analisi, per le 200 imprese del campione, si è provato a selezionare un campione di matching alternativo di nuove quotate che non acquisiscono e di non IPO. Purtroppo non è stato possibile trovare un matching alternativo per ognuna delle 200 imprese. I campioni di matching alternativi contano 105 imprese per quanto riguarda le neo quotate che non acquisiscono e 51 per le quotate non IPO.

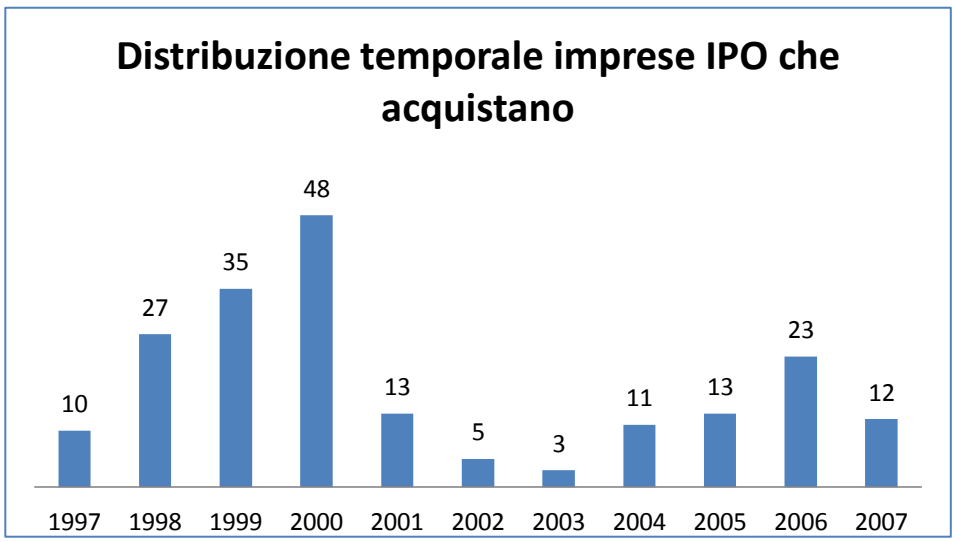
5.2. Descrizione dei campioni

In questo paragrafo saranno esposte le principali caratteristiche del campione oggetto dell'analisi e dei campioni d'imprese utilizzate per costruire i benchmark.

5.2.1. Il campione delle IPO che acquistano

In primo luogo è stata analizzata la distribuzione temporale delle neo quotate che acquisiscono entro i tre anni. Il grafico sottostante riporta per ogni anno dal 1997 al 2007 il numero di imprese quotate in quell'anno che hanno effettuato almeno un'acquisizione entro il terzo anno dalla quotazione.

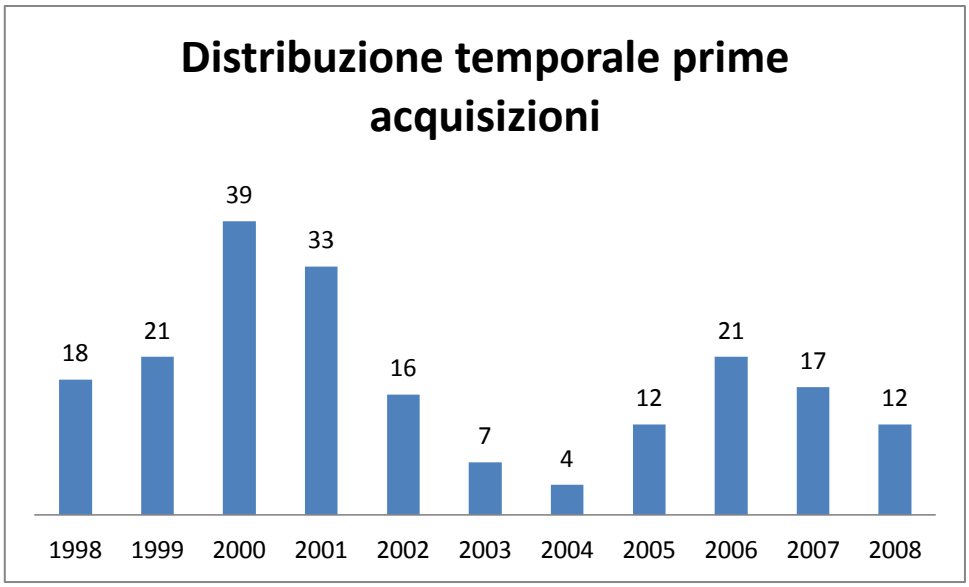
Figura 4: Distribuzione temporale del campione delle imprese IPO che acquistano (anno di quotazione)



Come si evince facilmente dal grafico la distribuzione rispecchia l'andamento delle *IPO waves*, i picchi sono nel 2000 prima dello scoppio della bolla di internet e negli anni pre crisi finanziaria del 2008. Questa distribuzione è facilmente spiegabile dal fatto che in quegli anni si sono concentrate la maggior parte delle IPO e di conseguenza le possibilità di trovare società IPO che acquisiscono è maggiore.

Si è andato poi a vedere quale fosse la distribuzione negli anni delle prime acquisizioni da parte di nuove quotate indipendentemente dall'anno di quotazione. Il grafico sottostante mostra pressoché lo stesso andamento riscontrato in precedenza leggermente traslato in avanti. Questo è in accordo con la tesi di Rau, Stouraris (2007) secondo cui ad *IPO waves* seguono *M&A waves*.

Figura 5: Distribuzione temporale delle prime acquisizione delle imprese IPO che acquistano



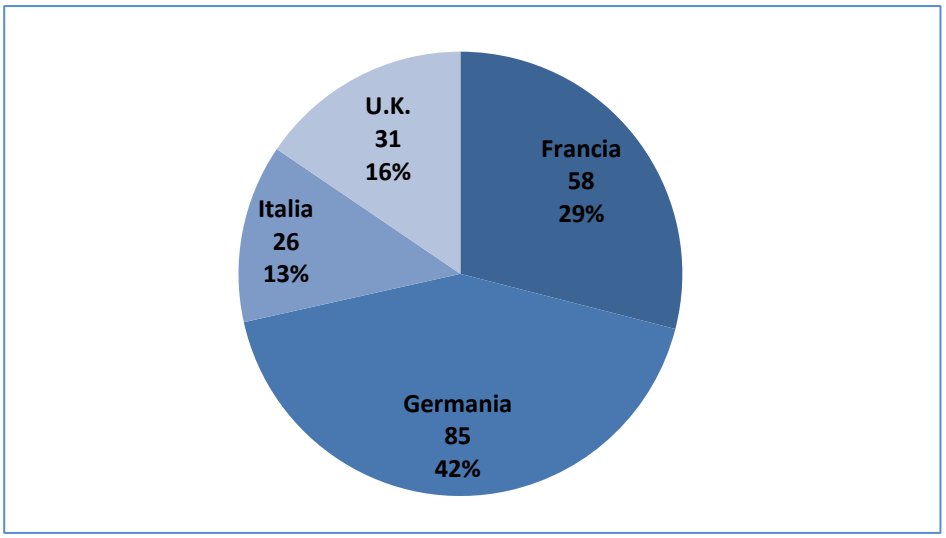
Passando ad analizzare il tempo che intercorre tra la quotazione e la data della prima acquisizione, risulta che la maggior parte delle IPO del campione effettua la prima acquisizione entro primo anno dalla quotazione (60%) e l'85,5% entro il secondo anno. Questi risultati fanno supporre, in linea con le tesi degli studi di Brau,Fawcett (2006) e Celykurt, Sevilir, Shivdasani (2010), che l'intenzione di acquisire fosse già nei piani dell'impresa al momento della decisione di quotarsi e non sia dovuta ad un'opportunità colta.

Tabella 3: Distanza temporale tra la data dell'IPO e la data della prima quotazione

	Numero IPO che acquisiscono	Percentuale	Cumulata
Primo anno	120	60%	60%
Secondo anno	51	25,5%	85,5%
Terzo anno	29	14,5%	100,00%

Riguardo alla distribuzione geografica abbiamo un campione abbastanza sbilanciato verso Germania e Francia. Il numero d'imprese quotate sul mercato italiano è minore ma questo rispecchia la minor dimensione del mercato italiano.

Figura 6: Distribuzione geografica del campione delle imprese IPO che acquistano



A livello settoriale infine, le imprese sono state classificate seguendo la *two-digit SIC* (*Standar Industrial Classification*) *code* raggruppando poi le imprese dei settori "più vicini". Come si può vedere dalla tabella sottostante quasi la metà del campione appartiene al settore dei servizi (sono stati inclusi nei servizi le imprese che producono computer software), più di un terzo appartiene al manufacturing, seguono il settore dei media e quello dei trasporti e dei servizi pubblici.

Tabella 4: Distribuzione settoriale del campione delle imprese IPO che acquistano

Settore	n° imprese	%
Services (include Computer Software)	93	46,5%
Manufactuiring (include eletronics and computer hardware)	64	32,0%
Media	21	10,5%
Transportation & Public Utilities	11	5,5%
Retail Trade	5	2,5%
Mining & Oil and Gas Producers	3	1,5%
Construction	3	1,5%

Analizzato il campione delle IPO che acquistano, si passerà ora ad analizzare i quattro campioni utilizzati per il matching.

5.2.2. I campioni di matching delle IPO

In questo paragrafo sono esaminate le caratteristiche dei due campioni delle *IPO firms* che non acquistano, usati per costruire il benchmark principale e quello per l'analisi di robustezza.

La distribuzione temporale delle IPO del primo campione di matching è la stessa del campione delle neo quotate che acquistano (il matching è stato fatto sull'anno

dell'IPO) mentre per il campione di matching alternativo, meno numeroso (105 imprese) la distribuzione è la seguente:

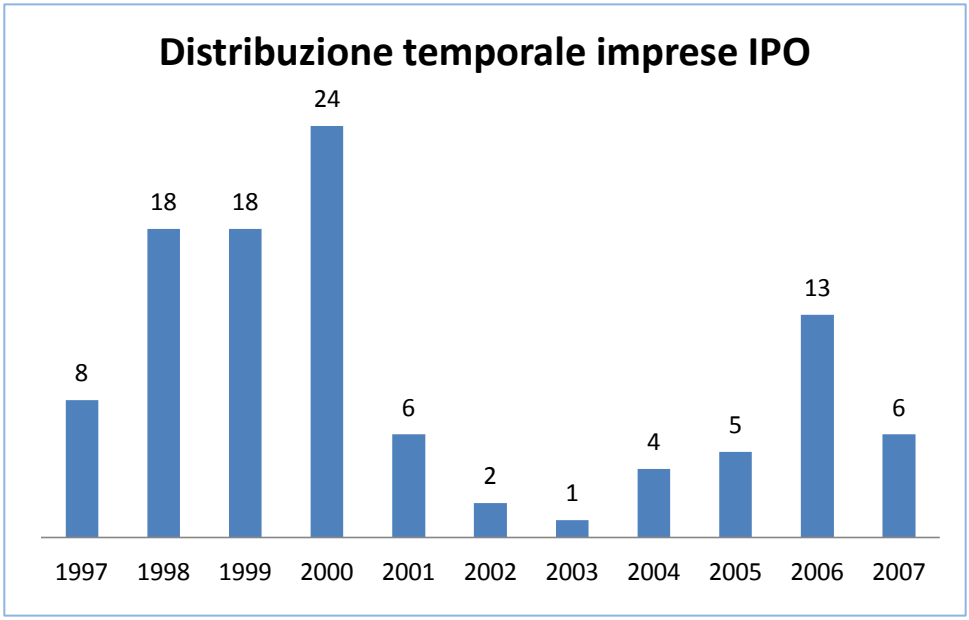
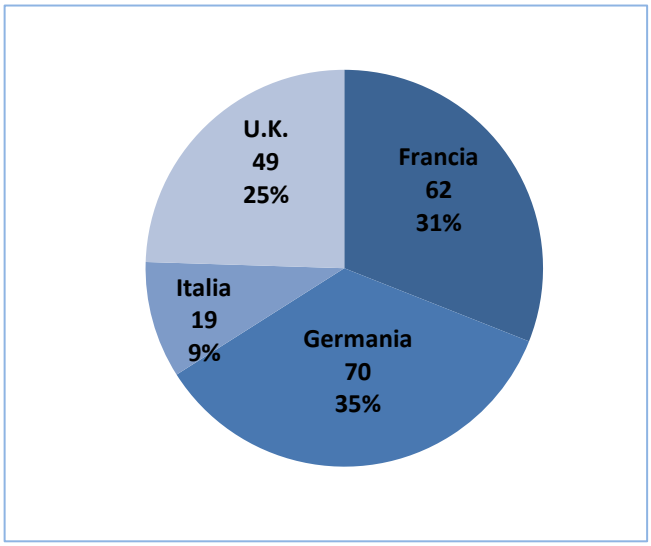
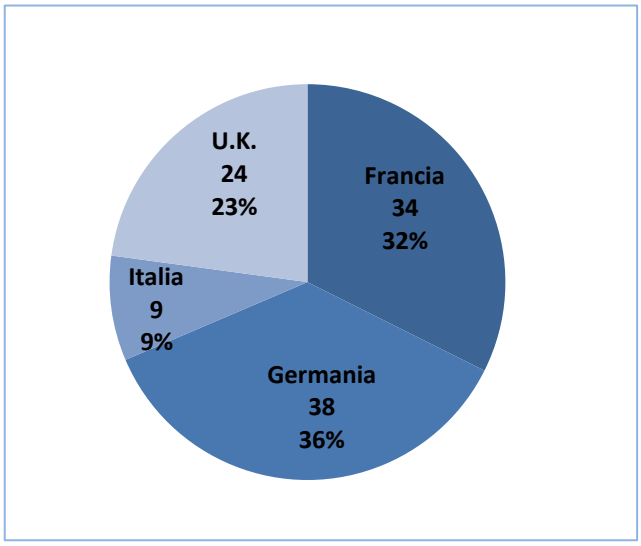


Figura 7 : Distribuzione temporale delle campione di matching alternativo delle imprese IPO

La distribuzione geografica per entrambi i campioni rispecchia quella del campione principale.

Figura 8: Distribuzione geografica dei due campione di matching di imprese IPO





Circa la distribuzione settoriale, invece, il primo campione di matching risulta allineato, anche se non perfettamente, al campione delle neo quotate che acquistano mentre il campione di benchmark alternativo si discosta maggiormente poiché in alcuni casi non è stato possibile trovare società dello stesso settore da selezionare per il matching.

Tabella 5: Distribuzione settoriale campione di matching principale delle imprese IPO

Settore	n° imprese	%
Services (include Computer Software)	85	42,5%
Manufactuiring (include eletronics and computer hardware)	86	43,0%
Media	10	5,0%
Transportation & Public Utilities	10	5,0%
Retail Trade	5	2,5%
Mining & Oil and Gas Producers	4	2,0%
Construction	0	0,0%

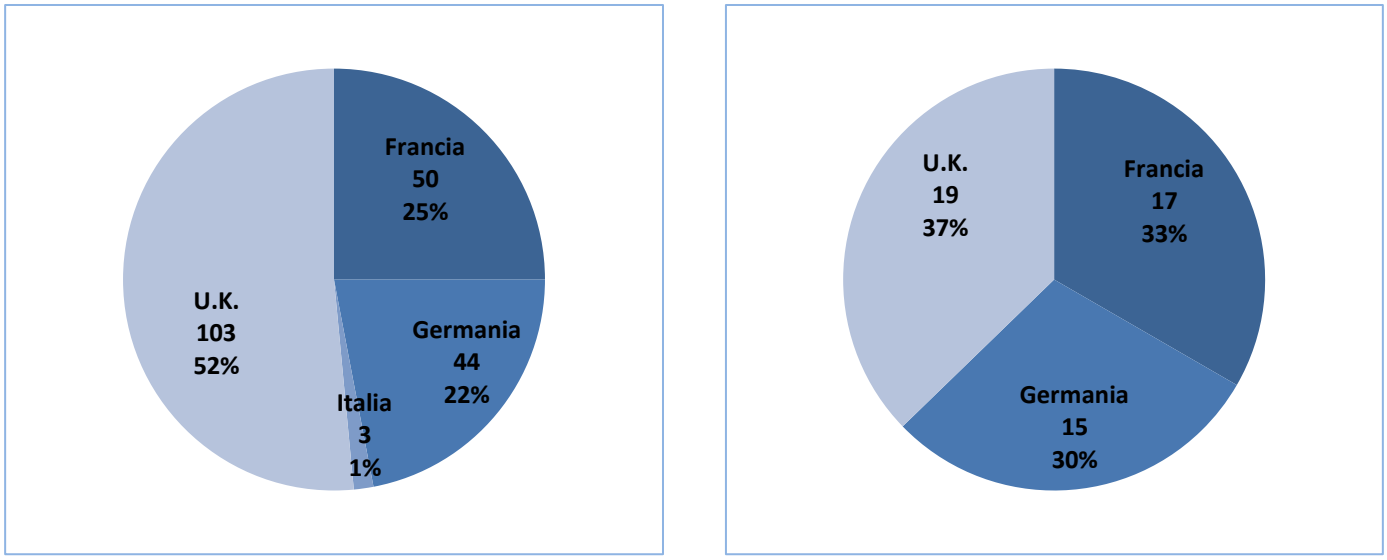
Tabella 6: Distribuzione settoriale campione di matching alternativo delle imprese IPO

Settore	n° imprese	%
Services (include Computer Software)	46	43,8%
Manufactuiring (include eletronics and computer hardware)	41	39,0%
Media	4	3,8%
Transportation & Public Utilities	8	7,6%
Retail Trade	4	3,8%
Mining & Oil and Gas Producers	1	1,0%
Construction	1	1,0%

5.2.3. I campioni di matching delle non IPO

La distribuzione geografica risulta molto più sbilanciata verso lo U.K. nel primo campione benchmark, nel campione alternativo (51 imprese) la suddivisione è equilibrata ma non sono presenti imprese quotate sul mercato italiano.

Figura 9: Distribuzione geografica dei due campioni di matching delle imprese non IPO



Anche per questi due campioni, come c'era da aspettarsi dato il criterio di matching sul settore, la ripartizione settoriale vede "in testa" le imprese del settore manifatturiero e dei servizi, con un calo leggero calo di quest'ultimo.

Tabella 7: Distribuzione settoriale campione di matching principale delle imprese non IPO

Settore	n° imprese	%
Services (include Computer Software)	73	36,5%
Manufactuiring (include eletronics and computer hardware)	81	40,5%
Media	17	8,5%
Transportation & Public Utilities	11	5,5%
Retail Trade	6	3,0%
Mining & Oil and Gas Producers	7	3,5%
Construction	5	2,5%

Settore	n° imprese	%
Services (include Computer Software)	15	29,4%
Manufactuiring (include eletronics and computer hardware)	23	45,1%
Media	4	7,8%
Transportation & Public Utilities	3	5,9%
Retail Trade	3	5,9%
Mining & Oil and Gas Producers	1	2,0%
Construction	2	3,9%

Tabella 8 : Distribuzione settoriale del campione di matching alternativo delle imprese non IPO

5.3. Analisi delle variabili

Come visto nel capitolo 4, dopo aver misurato il cambio nelle OP a seguito dell'acquisizione, si è indagato l'effetto di alcune variabili in grado d'influenzare le OP. Per farlo sono state svolte analisi univariate e multivariate. Le variabili testate sono state le seguenti:

- dimensione dell'impresa
- liquidità disponibile pre acquisizione
- indebitamento pre acquisizione
- metodo di pagamento
- limiti geografici dell'acquisizione
- performance pre acquisizione
- livello dei sales pre acquisizione
- distanza temporale tra IPO e prima acquisizione

- numero di acquisizioni nel post IPO

Si è scelto di testare alcune variabili fondamentali in questo tipo di analisi (vedi capitolo 2) come la grandezza dell'impresa, le performance, il livello dei *sales*, il livello d'indebitamento e la liquidità disponibile nel pre acquisizione oltre che al metodo di pagamento e i confini geografici dell'acquisizione. Inoltre sono state testate "nuove" variabili legate all' IPO: la distanza tra la data della quotazione e quella della prima acquisizione e il numero di acquisizioni effettuate nel post IPO.

In Tabella 9 le variabili appena elencate saranno definite e brevemente descritte le variabili appena elencate. (Nelle analisi multivariate per studiare le variabili metodo di pagamento, limiti geografici dell'acquisizione, distanza temporale tra IPO e prima acquisizione e numero di acquisizione si sono utilizzate delle *dummy*.)

Nome variabile	**Formula**	**Descrizione**
Dimensione dell'impresa	$TOTAL\ ASSET_{anno-1}$	Le dimensioni dell'impresa impattano sull'esito dell'acquisizione? Le imprese di grandi dimensioni che possono sfruttare economie di scala e/o di scopo fanno registrare OP migliori rispetto alle piccole imprese?
Liquidità disponibile pre acquisizione	$\frac{CASH_{anno-1}}{TOTAL\ ASSET_{anno-1}}$	Un alto livello di liquidità secondo Jensen (1986) permette ai manager di condurre acquisizioni con un basso rendimento. Con questa variabile vogliamo andare a verificare la veridicità di questa tesi.
Indebitamento pre acquisizione	$\frac{DEBITO_{anno-1}}{TOTAL\ ASSET_{anno-1}}$	E' vero che le imprese con un alto livello di debito, quindi sottoposte ad un maggiore controllo da parte delle banche, sono meno soggette a condurre acquisizioni inefficienti?

		Questa variabile ci permetterà di verificarlo.
Metodo di pagamento	*Cash vs Stock (dummy)*	Le acquisizioni possono essere pagate tramite azioni o tramite cash, il metodo di pagamento impatta sulle OP?
Limiti geografici dell'acquisizione	*Domestica vs Cross-border (dummy)*	Le acquisizioni cross-border permettono di ampliare il proprio business in altre nazioni ma portano con se problemi derivanti dal gestire imprese sottoposte a norme e culture differenti. Con questa variabile si verificherà se acquisire all'estero aiuta o penalizza le OP.
Performance pre acquisizone	$\frac{EBITDA_{anno-1}}{TOTAL\ ASSET_{anno-1}}$	Le performance pre acquisizione impattano sull'andamento delle OP nel post acquisizione? Per verificarlo sono state utilizzate due misure di performance nel pre acquisizione
Livello dei sales pre acquisizione	$\frac{SALES_{anno-1}}{TOTAL\ ASSET_{anno-1}}$	
Distanza temporale tra IPO e prima acquisizione	*1 anno/ 2 anni /3 anni (dummy)*	La distanza tra l'IPO e la prima acquisizione ha qualche impatto sulle OP? Con questa variabile si vuole verificare se le imprese che effettuano immediatamente dopo l'IPO un'acquisizione, quindi presumibilmente con altissime probabilità di esser stata programmata precedentemente all'IPO, hanno performance migliori rispetto alle imprese che lasciano passare più tempo, quindi con maggiori probabilità che l'acquisizione sia frutto di un'opportunità colta.
Numero acquisizioni	*1 acquisizione/2-3 acquisizioni/Più di 3 acquisizioni (dummy)*	Le società che effettuano un alto numero di acquisizioni hanno OP migliori di quelle che effettuano solo un' acquisizione?

Tabella 9: Analisi delle variabili

6. EVIDENZE EMPIRICHE E COMMENTI

Dopo aver inquadrato a livello teorico la ricerca nel capitolo 2, analizzato le metodologie per il calcolo delle performance nel capitolo 3, descritto l'analisi e il campione nei capitoli 4 e 5, in quest'ultimo capitolo saranno illustrati e commentati i risultati ottenuti nell'analisi. Si scoprirà quale impatto hanno acquisizioni e fusioni sulle performance operative nel periodo seguente alla quotazione e se contribuiscono al *profitability drop.* Inoltre si vedrà se esistono delle caratteristiche legate alle M&A in grado d'influenzare le performance operative e in che direzione.

Il capitolo sarà organizzato nel seguente modo: nel paragrafo 6.1. saranno riportati i risultati relativi all'impatto delle M&A sulle performance operative nel post-IPO, nei paragrafi 6.2.e 6.3. saranno descritti risultati delle analisi univariate e multivarite, infine nel paragrafo 6.4. sarà esposta l'analisi di robustezza effettuata per testare la bontà del modello utilizzato.

6.1. L'impatto delle M&A sulle OP nel post-IPO

Utilizzando la metodologia descritta nel capitolo 4, è stata determinata la variazione delle performance operative a seguito di M&A nel post-IPO. Il cambio nelle performance è stato misurato nei seguenti tre modi: in termini assoluti (performance raw), rispetto al campione di benchmark delle imprese IPO (per escludere la variazioni dovute alle IPO e alle oscillazioni del mercato), e rispetto al campione di benchmark del mercato (imprese non IPO).

Nelle tabelle è riportata la mediana delle performance registrate dal campione, la significatività statistica definita dal valore della statistica Z del test dei segni per ranghi di Wilcoxon (***/**/* = livello di significatività 1%/5%/10%; il test dei segni dei ranghi di Wilcoxon mostra se la mediana delle performance pre acquisizione è significativamente differente alla mediana delle performance post acquisizione) e la percentuale di valori positivi presenti nel campione.

6.1.1. Performance assolute (*performance raw*)

La Tabella 10 mostra le *performance raw* delle IPO che acquisiscono. Si nota subito come i risultati ottenuti con gli indicatori che tengono conto anche delle variazioni nel capitale circolante (EBITDA-ΔWC su *Total Asset*, EBITDA-ΔWC su *Sales*) siano completamente opposti a quelli ottenuti con gl'indicatori "classici" (EBITDA su *Total Asset*, EBITDA su *Sales*). Quest'ultimi mostrano un calo significativo delle OP nel post-M&A mentre quelli corretti con il WC indicano un aumento significativo.

Tabella 10: Performance raw delle imprese IPO che acquistano

	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Sales}}$
Mediana Anno -1	12.22%	10.44%	3.95%	2.98%
Mediana Anno +1	7.98%	7.93%	10.45%	8.72%
Mediana Anno +2	7.48%	6.53%	9.54%	8.17%
Mediana Anno +3	7.78%	6.22%	6.42%	5.77%
Performance RAW *(Anno +1-Anno -1)*	**-3.22%*** **	**-1.07%*** **	**5.78%*** **	**7.48%*** **
Z-statistic	*-4.464*	*-2.506*	*5.429*	*5.707*
Positivi	*38.0%*	*42.0%*	*64.0%*	*67.0%*
Performance RAW *(Anno +2-Anno -1)*	**-4.59%*** **	**-2.33%*** **	**8.94%*** **	**8.49%*** **
Z-statistic	*-4.377*	*-2.769*	*4.921*	*5.174*
Positivi	*38.0%*	*40.5%*	*61.0%*	*64.0%*
Performance RAW *(Anno +3-Anno -1)*	**-3.67%*** **	**-2.69%*** **	**5.33%*** **	**8.37%*** **
Z-statistic	*-4.297*	*-2.230*	*4.081*	*5.058*
Positivi	*38.0%*	*40.0%*	*57.5%*	*62.0%*
Performance RAW *(Media(Anno +2,+1)-Anno -1)*	**-4.41%*** **	**-2.15%*** **	**4.79%*** **	**6.70%*** **
Z-statistic	*-5.001*	*-3.312*	*-5.166*	*5.134*
Positivi	*35.5%*	*40.0%*	*60.5%*	*62.5%*
Performance RAW *(Media (Anno +3,+2,+1)-Anno -1)*	**-4.41%*** **	**-2.46%*** **	**5.16%*** **	**6.01%*** **
Z-statistic	*-5.398*	*-3.349*	*4.777*	*5.177*
Positivi	*33.5%*	*37.5%*	*60.5%*	*62.0%*
Performance RAW *(Mediana (Anno +3,+2,+1)-Anno -1)*	**-3.99%*** **	**-2.02%*** **	**5.78%*** **	**6.73%*** **
Z-statistic	*-4.720*	*-2.774*	*5.156*	*5.710*
Positivi	*36.5%*	*39.5%*	*61.0%*	*64.0%*

Seguono lo stesso andamento le *performance raw* delle società nuove quotate non coinvolte in M&A (Tabella 11), mentre le performance delle società non IPO quotate almeno da 5 anni (Tabella 12) rimangono pressoché costanti utilizzando gli indicatori che tengono conto di tutti i flussi di cassa mentre con i due indicatori non corretti con il WC mostrano un calo significativo.

Tabella 11: Performance raw delle imprese IPO che non acquistano

	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Sales}}$
Mediana Anno -1	12.37%	10.22%	2.19%	1.85%
Mediana Anno +1	8.38%	7.33%	11.25%	9.14%
Mediana Anno +2	8.29%	8.09%	8.57%	6.82%
Mediana Anno +3	8.78%	8.22%	7.76%	7.84%
Performance RAW *(Anno +1-Anno -1)*	**-3.22%*** **	**-1.53%**	**9.36%*** **	**10.59%*** **
Z-statistic	*-3.859*	*-2.121*	*5.264*	*5.749*
Positivi	*36.5%*	*39.5%*	*66.5%*	*70.0%*
Performance RAW *(Anno +2-Anno -1)*	**-2.91%*** **	**-2.05%* **	**7.46%*** **	**7.30%*** **
Z-statistic	*-3.734*	*-1.844*	*4.843*	*5.247*
Positivi	*36.0%*	*38.5%*	*63.0%*	*66.0%*
Performance RAW *(Anno +3-Anno -1)*	**-4.14%** **	**-1.98%**	**8.16%*** **	**7.49%*** **
Z-statistic	*-2.183*	*0.735*	*4.418*	*4.956*
Positivi	*38.0%*	*41.5%*	*61.0%*	*68.0%*
Performance RAW *(Media(Anno +2,+1)-Anno -1)*	**-3.98%*** **	**-2.02%** **	**6.83%*** **	**7.72%*** **
Z-statistic	*-4.467*	*-2.420*	*5.049*	*5.452*
Positivi	*33.0%*	*37.0%*	*65.0%*	*66.0%*
Performance RAW *(Media (Anno +3,+2,+1)-Anno -1)*	**-3.91%*** **	**-2.13%** **	**7.86%*** **	**7.22%*** **
Z-statistic	*-4.555*	*-2.453*	*5.103*	*4.982*
Positivi	*33.0%*	*38.5%*	*64.5%*	*65.5%*
Performance RAW *(Mediana (Anno +3,+2,+1)-Anno -1)*	**-2.89%*** **	**-2.01%**	**7.35%*** **	**7.54%*** **
Z-statistic	*-3.325*	*-1.606*	*5.497*	*5.995*
Positivi	*36.5%*	*37.5%*	*64.0%*	*68.5%*

Il calo delle performance raw nel post-M&A è in linea con i risultati ottenuti da Healy e al. (1992), Ghosh (2001), Martynova e al.(2006) mentre l'aumento delle OP riscontrato con i due indicatori corretti con il WC non è stato riscontrato da alcuno dei precedenti studi e sembra quindi un fenomeno legato alle imprese IPO in generale, infatti solo il benchmark delle non IPO non presenta un innalzamento delle OP in questi indicatori e registra un addirittura un leggero calo ma non significativo.

Tabella 12: Performance raw delle imprese non IPO

	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Sales}}$
Mediana Anno -1	12.24%	10.81%	9.88%	7.79%
Mediana Anno + 1	9.55%	9.49%	8.71%	8.07%
Mediana Anno +2	9.53%	9.82%	8.56%	7.92%
Mediana Anno +3	9.72%	9.30%	8.41%	7.72%
Performance RAW *(Anno +1-Anno -1)*	**-2.06%*****	**-1.09%****	**-1.30%**	**-0.39%**
Z-statistic	*-2.611*	*-2.254*	*-0.681*	*0.141*
Positivi	*38.5%*	*38.5%*	*44.0%*	*47.0%*
Performance RAW *(Anno +2-Anno -1)*	**-2.59%*****	**-1.34%***	**-0.77%**	**-0.20%**
Z-statistic	*-2745*	*-1.897*	*0.068*	*0.311*
Positivi	*38.5%*	*43.5%*	*47.0%*	*49.0%*
Performance RAW *(Anno +3-Anno -1)*	**-2.03%*****	**-2.04%****	**-0.63%**	**-0.14%**
Z-statistic	*-3169*	*-2.568*	*0.031*	*1.221*
Positivi	*38.5%*	*39.5%*	*45.0%*	*49.0%*
Performance RAW *(Media(Anno +2,+1)-Anno -1)*	**-2.59%*****	**-1.89%****	**-1.62%**	**-0.22%**
Z-statistic	*-3.050*	*-2.172*	*-0.9*	*-0.068*
Positivi	*38.0%*	*41.0%*	*45.5%*	*49.5%*
Performance RAW *(Media (Anno +3,+2,+1)-Anno -1)*	**-2.67%*****	**-1.84%*****	**-2.32%**	**0.17%**
Z-statistic	*-3.885*	*-2.837*	*-0.733*	*0.737*
Positivi	*36.50%*	*38.00%*	*44.50%*	*51.50%*
Performance RAW *(Mediana (Anno +3,+2,+1)-Anno -1)*	**-2.53%*****	**-1.46%*****	**-1.80%**	**-0.57%**
Z-statistic	*-3.167*	*-2.234*	*-0.747*	*0.148*
Positivi	*37.5%*	*40.5%*	*42.5%*	*46.5%*

Fare conclusioni a questo punto è prematuro, poiché le *performance raw* non permettono ne d'isolare l'effetto delle M&A ne quello dell'IPO e possono essere influenzate da una molteplicità di fattori.

6.1.2. Performance *IPO-adjusted*

Passando al focus della nostra ricerca, in Tabella 13 vediamo i risultati ottenuti confrontando le performance operative delle imprese matricole del mercato che acquistano rispetto a quelle che non lo fanno (*performance IPO adjusted*).

Tabella 13: Performance delle imprese IPO che acquistano aggiustate con il benchmark delle imprese IPO che non acquistano

	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Sales}}$
Performance IPO adj. *(Anno +1-Anno -1)*	**-0.13%**	**2.33%**	**1.21%**	**1.33%**
Z-statistic	*-0.664*	*0.706*	*0.664*	*0.737*
Positivi	*50.0%*	*54.5%*	*51.5%*	*51.5%*
Performance IPO adj. *(Anno +2-Anno -1)*	**-0.11%**	**1.33%**	**3.61%**	**4.53%**
Z-statistic	*0.843*	*0.176*	*0.710*	*1.326*
Positivi	*50.0%*	*53.0%*	*85.0%*	*55.5%*
Performance IPO adj. *(Anno +3-Anno -1)*	**-2.00%****	**0.20%**	**1.08%**	**5.71%**
Z-statistic	*-2.273*	*0.970*	*0.062*	*1.536*
Positivi	*47.0%*	*51.5%*	*52.5%*	*55.5%*
Performance IPO adj. *(Media(Anno +2,+1)-Anno -1)*	**-0.49%**	**1.51%**	**3.43%**	**3.48%**
Z-statistic	*-0.608*	*0.813*	*0.987*	*1.192*
Positivi	*48.5%*	*54.0%*	*55.5%*	*55.0%*
Performance IPO adj. *(Media (Anno +3,+2,+1)-Anno -1)*	**-0.54%**	**1.51%**	**2.79%**	**4.33%**
Z-statistic	*-0.837*	*0.527*	*0.642*	*1.623*
Positivi	*48.5%*	*54.5%*	*54.5%*	*57.0%*
Performance IPO adj. *(Mediana (Anno +3,+2,+1)-Anno -1)*	**-0.71%**	**0.57%**	**2.96%**	**4.32%**
Z-statistic	*-1.506*	*0.041*	*0.726*	*1.357*
Positivi	*46.5%*	*53.0%*	*55.5%*	*57.5%*

Tre dei quattro indicatori registrano il segno positivo (+0,57%, +2,96%, +4,32%) e solo il primo indicatore è leggermente in calo (-0,71%), tuttavia la variazione delle performance operative nel post M&A, per tutti e quattro gli indicatori, non risulta

significativa. Questo indica che le M&A non hanno un impatto significativo sulle performance operative nel post-IPO e non possono essere ritenute come una delle cause del *profitability drop,* l'ipotesi 1 è confermata. I risultati confermano quanto evidenziato da Martynova et al.(2006) e Ghosh (2001). Dunque, le imprese si quotano per andare ad acquisire ma le M&A non migliorano le performance dell'impresa, quindi quali sono le motivazioni alla base di queste operazioni? Sicuramente la crescita, come mostrano Celykurt et al.(2010), è una delle motivazioni principali, grazie ad acquisizioni e fusioni le imprese possono crescere in maniera rapida, aumentare il proprio potere di mercato e espandersi geograficamente. Vista la grande percentuale di imprese del settore IT, un'ipotesi è anche che le imprese vadano ad acquisire per inglobare al loro interno possibili competitor senza curarsi dell'efficienza dell'operazione. Altra spiegazione si può trovare nel problema dell'agenzia (McGrath, 2011), sopratutto in un contesto come quello delle IPO, in cui le aspettative sono in genere ottimistiche e tutti gli occhi sono puntati sui manager, costoro hanno forti incentivi ad acquisire anche se i ritorni sono nulli o addirittura negativi. Spesso acquisire garantisce ai manager un aumento del loro potere e del loro prestigio, e conseguenti vantaggi economici.

6.1.3. Performance *non IPO-adjusted*

In Tabella 14 è stata confrontata la variazione di performance operative delle neo quotate acquirenti con quella delle imprese non IPO, rappresentative del mercato. Si nota come l'EBITDA su *Total asset* mostri un calo significativo (-2,8%) imputabile principalmente al *profitability drop* nel post IPO, mentre l'EBITDA su *Sales* è anch'esso in leggero calo ma non significativo (-0,53%).

Tabella 14: : Performance delle imprese IPO che acquistano aggiustate con il benchmark delle imprese non IPO quotate da almeno 5 anni

	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Sales}}$
Performance non IPO adj. *(Anno +1-Anno -1)*	**-2.06%****	**-0.01%**	**13.19%*****	**12.45%*****
Z-statistic	*-2.085*	*0.265*	*5.177*	*4.538*
Positivi	*43.5%*	*50.0%*	*67.5%*	*66.0%*
Performance non IPO adj. *(Anno +2-Anno -1)*	**-4.18%****	**-2.65%**	**8.31%*****	**12.89%*****
Z-statistic	*-2.016*	*-0.883*	*4.011*	*3.642*
Positivi	*43.0%*	*44.5%*	*62.0%*	*61.5%*
Performance non IPO adj. *(Anno +3-Anno -1)*	**-2.49%**	**-0.60%**	**4.23%****	**5.69%****
Z-statistic	*-1.425*	*0.347*	*2.538*	*2.266*
Positivi	*44.5%*	*49.0%*	*55.5%*	*58.0%*
Performance non IPO adj. *(Media(Anno +2,+1)-Anno -1)*	**-3.08%****	**-1.56%**	**11.72%*****	**12.24%*****
Z-statistic	*-2.094*	*-1.304*	*5.025*	*4.128*
Positivi	*45.0%*	*45.0%*	*63.0%*	*64.5%*
Performance non IPO adj. *(Media (Anno +3,+2,+1)-Anno -1)*	**-0.15%**	**0.83%**	**8.73%*****	**6.32%*****
Z-statistic	*-0.442*	*0.724*	*3.981*	*2.611*
Positivi	*50.0%*	*51.5%*	*65.0%*	*58.0%*
Performance non IPO adj. *(Mediana (Anno +3,+2,+1)-Anno -1)*	**-2.80%****	**-0.53%**	**8.69%*****	**10.71%*****
Z-statistic	*-2.320*	*-0.621*	*4.618*	*4.045*
Positivi	*45.0%*	*48.5%*	*63.0%*	*53.5%*

Gli indicatori che tengono conto dei cambi nel capitale circolante presentano invece un significativo aumento delle performance (8,69% e 10,71%). Questo indica, anche alla luce dei risultati mostrati in Tabella 13, che le imprese nuove quotate gestiscono meglio il capitale circolante, riducendolo negli anni successivi all'IPO. L'ipotesi due è rifiutata.

A questo proposito si è andati a misurare la variazione di ognuna delle tre componenti del capitale circolante per i tre diversi campioni studiati. I valori riportati nella tabella che segue sono stati calcolati confrontando la mediana dei tre anni post-acquisizione con l'anno appena precedente all'acquisizione.

Tabella 15: Variazione delle singole componenti che compongono il capitale circolante

	WC / TOTAL ASSET	Scorte / TOTAL ASSET	Crediti commerciali / TOTAL ASSET	Debiti commerciali / TOTAL ASSET
IPO ACQ.	**-10.16%*** **	**-1.29%**	**-6.12%** **	**2.02%* **
Z- statistic	*5.217*	*0.911*	*2.476*	*1.856*
IPO	**-8.74%*** **	**-1.42%**	**-4.89%** **	**1.76%* **
Z-statistic	4.873	0.844	2.351	1.843
Non IPO	**-1.68%**	**-1.53%**	**-1.03%**	**0.06%**
Z-statistic	*0.764*	*0.853*	*0.745*	*0.231*

Il contributo maggiore alla diminuzione del capitale circolante arriva dai crediti commerciali, i quali diminuiscono significativamente del 6.12% per le imprese nuove quotate che acquistano e del 4.89% per le IPO che non acquistano contro una diminuzione non significativa del solo 1.03% per le non IPO. Anche i debiti commerciali presentano una variazione maggiore per entrambi i campioni di imprese IPO rispetto

alle non IPO (+2,02%, +1,76%) dove rimangono pressoché costanti (+0,06%). Le scorte vengono ridotte per tutti e tre i campioni circa in egual misura.

Da questi risultati emerge come negli anni successivi all'IPO le imprese neo quotate gestiscono meglio il capitale circolante rispetto al mercato. La loro maggior efficienza sta sopratutto nella riscossione dei crediti commerciali (diminuiscono i tempi d'incasso) e in parte nel pagamento dei debiti commerciali (dilatano le scadenze di pagamento). Questi miglioramenti sono probabilmente attribuibili al maggior potere contrattuale che le imprese acquisiscono a seguito della quotazione che gli permette di rinegoziare a proprio favore le scadenze di pagamento per debiti e crediti commerciali. Un'altra possibile spiegazione è che il calo dei crediti commerciali derivi dalla diminuzione delle vendite conseguente al declino delle performance operative che avviene negli anni in cui è stata effettuata la misurazione. Infine, parte di questo miglioramento, potrebbe essere spiegato con la teoria del *window dressing* di Teoh, Welch e Wong (1998) secondo cui le imprese IPO vanno a "truccare" i propri bilanci per far apparire i propri *cash flow* più elevati.

6.2. Analisi univariate

Si è visto nel paragrafo precedente come le M&A non impattino sulle performance operative nel post IPO e quindi non possono essere ritenute come una delle cause del *profitability drop.* In questo paragrafo vogliamo controllare se alcune caratteristiche legate all'M&A siano in grado di influenzare significativamente la variazione nelle OP.

Le caratteristiche analizzate sono state elencate e descritte nel capitolo 5 mentre la metodologia è stata esposta nel capitolo 4 , qui di seguito sono riportati i risultati delle analisi univariate eseguite.

6.2.1. Le dimensioni dell'impresa

La prima caratteristica analizzata è stata la dimensione dell'impresa. Come detto nel capitolo 4 per misurare la grandezza dell'impresa sono stati utilizzati i *Total asset* registrati all'anno prima dell'acquisizione. Il campione iniziale è stato spezzato in quattro sottocampioni di 50 imprese (imprese di piccola dimensione, media dimensione (2) e grande dimensione), e per ognuno si sono calcolate nuovamente le variazioni di *performance raw* e *IPO-adjusted*. Per verificare se i risultati ottenuti dalle imprese di piccole dimensioni fossero significativamente differenti da quelli ottenuti dalle grande imprese si è utilizzato il test U di Mann Whitney. Come mostrato nella tabella sottostante la grandezza dell'impresa non influisce sulle performance nel post M&A.

Tabella 16: Analisi univariata, performance dei sottocampioni divisi per dimensione

	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Sales}}$
	Q1 (T.A.<10602 th €)			
Performance Raw	**-10.45%***	**-0.07%**	**10.05%****	**12.21%*****
Z-statistic	*-1.984*	*0.323*	*2.264*	*3.258*
Positivi	*42%*	*48%*	*56%*	*66%*
Performance IPO adj.	**-0.86%**	**4.35%**	**1.17%**	**7.56%**
Z-statistic	*-0.961*	*0.333*	*-0.468*	*0.362*
Positivi	*48%*	*56%*	*50%*	*56%*
	Q2(10602<T.A.<27055)			
Performance Raw	**-4.55%***	**-3.16%***	**10.07%*****	**10.09%*****
Z-statistic	*-2.524*	*-1.955*	*3.432*	*3.828*
Positivi	*36%*	*38%*	*68%*	*72%*
Performance IPO adj.	**-0.91%**	**0.34%**	**7.33%****	**3.80%**
Z-statistic	*-0.574*	*-0.15*	*1.964*	*1.366*
Positivi	*48%*	*54%*	*62%*	*64%*
	Q3(27055<T.A.<71711)			
Performance Raw	**-4.35%*****	**-2.15%*****	**5.26%*****	**9.11%*****
Z-statistic	*-3.799*	*-3.036*	*2.708*	*2.756*
Positivi	*26%*	*34%*	*62%*	*64%*
Performance IPO adj.	**-1.20%**	**-2.38%**	**1.31%**	**1.17%**
Z-statistic	*-1.395*	*-0.275*	*-0.526*	*0.362*
Positivi	*44%*	*48%*	*52%*	*52%*
	Q4(T.A.>71711)			
Performance Raw	**-1.69%**	**-2.07%**	**1.88%*****	**2.13%**
Z-statistic	*-1.602*	*-1.593*	*1.964*	*1.434*
Positivi	*42%*	*38%*	*58%*	*54%*
Performance IPO adj.	**-0.39%**	**0.42%**	**4.43%**	**4.32%**
Z-statistic	*0.101*	*0.024*	*0.594*	*0.748*
Positivi	*46%*	*54%*	*58%*	*58%*
	Mann Whitney U test Piccole dimensioni vs Grandi dimensioni			
Z-statistic (Perf.IPO adj)	0.965135	0.541165	0.375713	0.137876

6.2.2. Il livello d'indebitamento

Anche qui il campione è stato diviso in 4 sottocampioni di 50 imprese. I risultati del test U di Mann Whitney indicano che il livello di debito non influenza in maniera significativa le performance operative nel post-M&A. Solo la quarta misura di performance evidenzia una differenza significativa tra le imprese meno indebitate e

quelle più indebitate in accordo con Linn and Switzer (2001), Switzer (1996), Clark e Ofek (1994), Martynova e al.(2006). Tuttavia osservando i risultati in tabella sembra che un minor livello d'indebitamento conduca a performance migliori (ultimi tre indicatori).

Tabella 17: Analisi univariata, performance dei sottocampioni divisi per livello d'indebitamento

	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Sales}}$
	Q1 (Debito<1,4%)			
Performance Raw	**-2.18%***	**-0.05%**	**21.44%*****	**18.24%*****
Z-statistic	-1.660	-0.077	3.577	2.901
Positivi	46%	48%	66%	66%
Performance IPO adj.	**-0.30%**	**3.09%**	**1.71%**	**13.16%**
Z-statistic	-0.555	0.816	0.961	1.086
Positivi	50%	60%	52%	60%
	Q2(1,4%<Debito<9,7%)			
Performance Raw	**-5.90%*****	**-2.53%****	**13.30%*****	**17.34%*****
Z-statistic	-3.065	-2.090	3.519	4.320
Positivi	36%	36%	62%	72%
Performance IPO adj.	**-3.50%**	**0.95%**	**10.91%*****	**17.12%*****
Z-statistic	-1.211	0.487	2.003	2.746
Positivi	42%	54%	70%	72%
	Q3(9,7%<Debito<25%)			
Performance IPO adj.	**-4.41%****	**-1.17%**	**7.68%*****	**6.78%*****
Z-statistic	-2.380	-1.028	2.756	2.939
Positivi	30%	42%	64%	64%
Performance IPO adj.	**-1.65%**	**-0.94%**	**-1.29%**	**-1.78%**
Z-statistic	-0.970	-0.719	-0.294	-0.777
Positivi	46%	48%	50%	50%
	Q4(Debito>25%)			
Performance Raw	**-3.26%*****	**-2.38%*****	**0.91%**	**2.33%**
Z-statistic	-2.688	-2.785	0.150	0.796
Positivi	34%	32%	52%	54%
Performance IPO adj.	**-0.27%**	**-0.10%**	**-0.35%**	**-1.62%**
Z-statistic	-0.352	-0.459	-1.289	-1.183
Positivi	48%	50%	48%	46%
	Mann Whitney U test Small Alto livello d'indebit. vs Basso livello d'indebit.			
Z-statistic (Perf. Adj.)	0.0965135	0.972029	1.50975	1.84754*

6.2.3. La liquidità

Tabella 18: Analisi univariata, performance dei sottocampioni divisi per livello di riserve liquide detenute

	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Sales}}$
	Q1 (L=0)			
Performance Raw	**-3.57%****	**-1.87%**	**10.84%*****	**10.34%*****
Z-statistic	*-2.035*	*-1.405*	*3.458*	*4.069*
Positivi	*39.7%*	*39.7%*	*69.1%*	*69.1%*
Performance IPO adj.	**-0.19%**	**1.93%**	**3.81%**	**4.60%**
Z-statistic	*0.800*	*0.159*	*0.800*	*0.886*
Positivi	*50.0%*	*54.4%*	*58.8%*	*58.8%*
	Q2(0<L<6,5%)			
Performance Rae	**-2.96%**	**-1.46%**	**1.59%**	**3.67%**
Z-statistic	*-1.617*	*-1.260*	*1.099*	*0.938*
Positivi	*39.4%*	*42.4%*	*54.5%*	*54.5%*
Performance IPO adj.	**-0.77%**	**0.57%**	**-0.35%**	**2.27%**
Z-statistic	*-0.974*	*0.402*	*-0.938*	*-0.438*
Positivi	*39.4%*	*54.5%*	*48.5%*	*54.5%*
	Q3(6,5%%<L<24%)			
Performance Raw	**-5.70%*****	**-1.71%***	**1.31%**	**1.72%**
Z-statistic	*-2.842*	*-1.832*	*0.729*	*1.328*
Positivi	*27.3%*	*33.3%*	*51.5%*	*54.5%*
Performance IPO adj.	**-3.82%**	**1.38%**	**2.38%**	**8.64%**
Z-statistic	*-1.571*	*0.187*	*0.150*	*1.477*
Positivi	*39.4%*	*51.5%*	*57.6%*	*60.6%*
	Q4(L>24%)			
Performance Raw	**-5.20%**	**-0.60%**	**33.81%*****	**32.32%*****
Z-statistic	*-1.626*	*-0.054*	*3.440*	*3.118*
Positivi	*39.4%*	*75.8%*	*63.6%*	*72.7%*
Performance IPO adj.	**-1.24%**	**0.23%**	**7.75%**	**11.52%**
Z-statistic	*-0.884*	*-0.581*	*0.581*	*0.438*
Positivi	*45.5%*	*51.5%*	*54.5%*	*57.6%*
	Mann Whitney U test Alto livello ris.liquide vs Basso livello ris.liquide			
Z-statistic (Performance Adj.)	0.75303	0.651661	0.10861	0.282386

Per testare l'impatto del livello di liquidità, il campione è stato diviso sempre in 4 parti, ma questa volta, di grandezze diverse. Il primo sottocampione comprende tutte le 68 imprese con liquidità pari a 0 nel pre acquisizione, mentre le restanti imprese sono

state divise in 3 sottocampioni di 33 unità in base al livello di riserve liquide detenute prima dell'operazione. Le società per cui non erano presenti dati relativi alla liquidità sono state escluse. La liquidità, come mostrato in Tabella 18, non impatta in maniera significativa sulle performance operative confermando i risultati di Martynova et al.(2006) e smentendo la tesi di Jensen (1986), secondo cui un alto livello di liquidità spingerebbe i manager a condurre acquisizioni inefficienti.

6.2.4. Il metodo di pagamento

Per dividere il campione in base al metodo di pagamento sono state considerate le società che hanno effettuato acquisizioni solo tramite una delle due metodologie di pagamento. Per le imprese con una sola acquisizione all'attivo non ci sono stati problemi nella classificazione, per le imprese con più di una acquisizione all'attivo si è andati a inserire nei sottocampioni solo quelle che avessero effettuato o solo acquisizioni *stock* (31 imprese) o solo *cash* (40 imprese). Le imprese che realizzano acquisizioni *cash* sovraperformano significativamente il benchmark delle IPO (+5,55%, +7,9%) e hanno performance decisamente migliori rispetto a quelle che utilizzano un metodo di pagamento *stock* le quali, al contrario sottoperformano questo benchmark (-10,02%,-7,9%). Gli indici di misura con il WC evidenziano risultati opposti ma non significativi, sembra che le imprese che registrano performance peggiori vadano ad agire maggiormente sul capitale circolante. Sono confermati i risultati empirici di Linn e

Switzer (2001), Ghosh (2001), Moeller e Schlingemann (2004) e le teorie di Fishman (1989), Berkovitch e Narayanan (1990) e Jensen e Meckling (1976) (vedi capitolo 2).

Tabella 19: Analisi univariata, performance dei sottocampioni divisi in base al metodo di pagamento

	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Sales}}$
	Stock			
Performance Raw	**-7.89%****	**-2.91%**	**21.90%*****	**56.06%*****
Z-statistic	*-2.038*	*-0.627*	*2.959*	*3.331*
Positivi	35.5%	41.9%	61.3%	71.0%
Performance IPO adj.	**-10.02%****	**-7.90%***	**7.10%**	**16.42%**
Z-statistic	*-1.999*	*-1.881*	*0.341*	*0.941*
Positivi	*32.3%*	*41.9%*	*64.5%*	*67.7%*
	Cash			
Performance Raw	**-0.77%**	**0.58%**	**4.76%****	**5.46%****
Z-statistic	*-0.659*	*0.470*	*2.043*	*2.097*
Positivi	*50.0%*	*55.0%*	*57.5%*	*65.0%*
Performance IPO adj.	**5.55%**	**7.90%****	**-3.64%**	**-0.53%**
Z-statistic	*0.941*	*2.083*	*-0.390*	*-0.040*
Positivi	*62.5%*	*65.0%*	*40.0%*	*50.0%*
	Mann Whitney U test Cash vs Stock			
Z-statistic(Performance Adj.)	2.35927**	2.52158**	0.643438	0.98545

6.2.5. I confini geografici dell'acquisizione

Non si riscontrano differenze significative tra la acquisizioni interne ai confini nazionali e quelle oltre i confini. La divisione nei sottocampioni è stata effettuata come in precedenza, sono state incluse nei sottocampioni solamente le imprese che avessero effettuato solo acquisizioni domestiche o solo *cross-border*. Il numero di neo-quotate che acquisiscono solo all'interno dei propri confini nazionali è di gran lunga superiore rispetto a quelle che puntano solo ad espandersi all'estero (101 vs 47) tuttavia questa

scelta non impatta sull'andamento delle performance. Le evidenze trovate confermano i risultati di Martynova et al.(2006).

Tabella 20: Analisi univariata, performance dei sottocampioni divisi in base ai confini geografici dell'acquisizione

	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Sales}}$
	Domestiche			
Performance Raw	**-2.13%****	**-1.28%**	**9.83%*****	**8.41%*****
Z-statistic	*-2.166*	*-1.228*	*4.314*	*4.196*
Positivi	*42.0%*	*42.0%*	*62.0%*	*66.0%*
Performance IPO adj.	**0.19%**	**1.38%**	**1.03%**	**5.80%**
Z-statistic	*0.073*	*0.886*	*0.022*	*0.686*
Positivi	53.0%	57.0%	52.0%	61.0%
	Cross-border			
Performance Raw	**-3.75%****	**-2.46%**	**4.90%*****	**6.56%*****
Z-statistic	*-2.397*	*-1.360*	*2.593*	*2.921*
Positivi	*34.0%*	*40.4%*	*66.0%*	*68.1%*
Performance IPO adj.	**-0.91%**	**-0.53%**	**5.20%**	**0.54%**
Z-statistic	*-1.640*	*-0.698*	*0.444*	*0.169*
Positivi	*40.4%*	*48.9%*	*57.4%*	*51.1%*
	Mann Whitney U test Domestiche vs Cross-border			
Z-statistic(Perf. Adj.)	1.36956	1.11006	0.265673	0.306863

6.2.6. Le performance pre-acquisizione

Un'altra variabile che può avere un impatto sulle OP è la performance nel periodo precedente all'acquisizione, per studiarne l'impatto si sono utilizzate due misure: EBITDA su *Total asset* e quello tra *Sales* su *Total asset*. Le imprese del campione sono state suddivise in base al livello di questi due rapporti registrato nell'anno pre acquisizione. Emerge che le imprese a riportare performance migliori sono quelle con un livello di performance pre acquisizione medio.

Tabella 21: Analisi univariata, performance dei sottocampioni divisi in base al livello di performance pre acquisizione

	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Sales}}$
	Q1 (-107,5%<PP<2,02%)			
Performance Raw	**5.79%**	**7.14%*** **	**29.11%*** **	**58.89%*** **
Z-statistic	*1.072*	*2.732*	*4.445*	*4.330*
Positivi	*60.0%*	*68.0%*	*74.0%*	*80.0%*
Performance IPO adj.	**-2.43%**	**1.02%**	**3.28%**	**13.59%**
Z-statistic	*-1.462*	*-0.323*	*-0.121*	*0.246*
Positivi	*44.0%*	*52.0%*	*54.0%*	*58.0%*
	Q2(2,14%<PP<12,16%)			
Performance Raw	**-1.37%***	**-1.71%** **	**8.42%*** **	**14.83%*** **
Z-statistic	*-1.926*	*-2.051*	*3.239*	*3.219*
Positivi	*42.0%*	*38.0%*	*62.0%*	*64.0%*
Performance IPO adj.	**-0.36%**	**0.40%**	**3.50%**	**7.93%**
Z-statistic	*-0.478*	*0.294*	*1.115*	*1.202*
Positivi	*44.0%*	*52.0%*	*60.0%*	*62.0%*
	Q3(12,28%<PP<19,81%)			
Performance Raw	**-4.49%*** **	**-2.32%*** **	**4.90%*** **	**5.77%*** **
Z-statistic	*-3.451*	*-3.055*	*2.737*	*2.862*
Positivi	*30.0%*	*34.0%*	*62.0%*	*64.0%*
Performance IPO adj.	**3.48%**	**3.37%** **	**4.17%**	**7.02%**
Z-statistic	*1.366*	*2.148*	*0.883*	*1.395*
Positivi	*62.0%*	*68.0%*	*58.0%*	*64.0%*
	Q4(19,38%<PP<52,72%)			
Performance Raw	**-14.57%*** **	**-5.80%*** **	**-3.82%**	**-0.21%**
Z-statistic	*-5.362*	*-4.677*	*-0.690*	*0.410*
Positivi	12.0%	18.0%	46.0%	50.0%
Performance IPO adj.	**-6.73%** **	**-5.32%* **	**-0.36%**	**-1.62%**
Z-statistic	*-2.447*	*-1.839*	*-0.555*	*-0.487*
Positivi	*36.0%*	*40.0%*	*50.0%*	*46.0%*
	Mann Whitney U test Q1 vs Q4			
Z-statistic(Perf. Adj.)	0.0413629	0.551506	0.510143	0.772108
	Mann Whitney U test Q1 vs Q3			
Z-statistic(Perf. Adj.)	1.7855*	1.02029	0.199921	0.151664
	Mann Whitney U test Q3 vs Q4			
Z-statistic(Perf. Adj.)	2.792***	2.64723***	0.875515	1.29604

In Tabella 10 possiamo osservare come le imprese che partono dal livello di performance più alto (rapporto tra EBITDA e *Total asset* compreso tra il 19,38% e

52,72%) calano significativamente rispetto al benchmark delle IPO nei primi due indicatori (-6,73% e -5.32%) e registrano valori negativi anche negli altri due indicatori, ad avere le performance migliori sono le imprese del terzo sottocampione con un livello di performance pre acquisizione compreso tra il 12,28% e il 19,81%, quest'ultime hanno tutti e quattro gl'indicatori positivi (aumento significativo nell'EBITDA su *Sales* +3,37% rispetto al benchmark) e, come mostra il test U hanno performance significativamente superiori al primo e al terzo sottocampione.

Per la seconda misura di performance pre acquisizione è difficile trarre conclusioni. Il terzo sottocampione (*Sales* su *Total asset* compresi tra 101,8% e 162,8%) è l'unico ad avere risultati positivi in tutti e quattro gli indicatori (ma non significativi). Il secondo sottocampione, se consideriamo l'effetto dei cambi nel capitale circolante, sovraperforma il benchmark, mentre nei primi due indicatori si posiziona sotto il benchmark anche se non in maniera significativa. I due sottocampioni agli estremi mostrano risultati contrastanti.

Tabella 22: Analisi univariata, performance dei sottocampioni divisi in base al livello di sales pre acquisizione

	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Sales}}$
	Q1 (0,8%<SP<61,9%)			
Performance Raw	**-0.66%**	**-0.05%**	**19.27%*** **	**63.09%*** **
Z-statistic	*-0.965*	*0.541*	*3.895*	*3.596*
Positivi	*48.0%*	*48.0%*	*70.0%*	*72.0%*
Performance IPO adj.	**-2.56%***	**-2.96%**	**2.43%**	**13.98%**
Z-statistic	*-1.723*	*-0.690*	*0.130*	*0.671*
Positivi	*42.0%*	*48.0%*	*52.0%*	*64.0%*
	Q2(62,1%<SP<101,3%)			
Performance Raw	**-1.82%**	**-2.35%** **	**17.81%*** **	**19.55%*** **
Z-statistic	*-1.424*	*-1.964*	*4.474*	*4.532*
Positivi	*44.0%*	*36.0%*	*74.0%*	*74.0%*
Performance IPO adj.	**-3.16%**	**-3.84%**	**12.79%** **	**13.49%*** **
Z-statistic	*-0.922*	*-0.883*	*2.158*	*2.582*
Positivi	*44.0%*	*46.0%*	*64.0%*	*64.0%*
	Q3(101,8%<SP<162,8%)			
Performance Raw	**-3.78%** **	**-1.57%**	**5.14%** **	**4.41%*** **
Z-statistic	*-2.428*	*-1.405*	*2.273*	*2.650*
Positivi	*32.0%*	*42.0%*	*60.0%*	*62.0%*
Performance IPO adj.	**1.06%**	**2.39%**	**4.74%**	**5.73%**
Z-statistic	*0.787*	*1.028*	*0.671*	*0.623*
Positivi	*54.0%*	*56.0%*	*60.0%*	*60.0%*
	Q4(163,5%<SP<420,2%)			
Performance Raw	**-11.59%*** **	**-2.79%*** **	**-3.23%**	**-0.88%**
Z-statistic	*-4.194*	*-3.277*	*-0.825*	*0.043*
Positivi	*22.0%*	*32.0%*	*40.0%*	*48.0%*
Performance IPO adj.	**-0.71%**	**2.74%**	**-1.94%**	**-2.87%***
Z-statistic	*-0.864*	*1.009*	*-1.395*	*-1.752*
Positivi	*46.0%*	*62.0%*	*46.0%*	*42.0%*
	Mann Whitney U test Q1 vs Q4			
Z-statistic(Perf. Adj.)	0.820365	1.10301	1.07544	1.77861*
	Mann Whitney U test Q1 vs Q3			
Z-statistic(Perf. Adj.)	1.90269*	1.12369	0.434311	0.551506
	Mann Whitney U test Q3 vs Q4			
Z-statistic(Perf. Adj.)	1.26846	0.124089	1.46149	1.71656*

6.2.7. La distanza dall'IPO e il numero di acquisizioni

Si è verificato se la distanza tra la prima acquisizione e la data dell'IPO e il numero di acquisizioni effettuate nel post-IPO avessero un impatto sulla variazione delle performance operative. Come si può facilmente intuire dai valori in Tabella 23 la distanza temporale tra la prima acquisizione e l'IPO non ha alcun impatto sulle performance.

Tabella 23:Analisi univariata, performance dei sottocampioni divisi in base alla distanza temporale tra IPO e prima M&A

	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Sales}}$
	Primo anno			
Performance Raw	**-4.60%*** **	**-1.58%** **	**10.84%*** **	**10.51%*** **
Z-statistic	*-4.178*	*-2.476*	*4.436*	*5.366*
Positivi	*36.7%*	*40.8%*	*64.2%*	*67.5%*
Performance IPO adj.	**-0.33%**	**2.26%**	**4.67%**	**3.08%**
Z-statistic	*-1.003*	*0.445*	*0.613*	*0.932*
Positivi	*49.2%*	*55.0%*	*55.8%*	*55.0%*
	Secondo anno			
Performance Raw	**-3.75%***	**-2.22%**	**10.22%*** **	**10.09%*** **
Z-statistic	*-1.875*	*-1.181*	*3.431*	*3.712*
Positivi	*37.3%*	*37.3%*	*68.6%*	*70.6%*
Performance IPO adj.	**-0.66%**	**-0.57%**	**3.19%**	**7.56%**
Z-statistic	*-0.497*	*-0.591*	*0.881*	*1.397*
Positivi	*47.1%*	*47.1%*	*58.8%*	*60.8%*
	Terzo anno			
Performance Raw	**-2.96%**	**-1.71%**	**-1.89%**	**-1.29%**
Z-statistic	*-1.460*	*-0.703*	*-1.070*	*-1.287*
Positivi	*34.5%*	*37.9%*	*34.5%*	*37.9%*
Performance IPO adj.	**-2.47%**	**0.79%**	**-0.35%**	**5.80%**
Z-statistic	*-1.481*	*0.227*	*-0.422*	*-0.054*
Positivi	*34.5%*	*55.2%*	*48.3%*	*62.1%*
	Mann Whitney U test anno 1 vs anno 3			
Z-statistic(Perf. Adj.)	0.556177	0.177401	0.709606	0.489053

Per quanto concerne il numero di acquisizioni nel post-IPO, le imprese che effettuano più di 3 acquisizioni conoscono performance superiori rispetto a quelle che effettuano una sola acquisizione: i due indicatori corretti con il cambi nel capitale circolante presentano performance significativamente superiori al benchmark delle imprese IPO e il test U di Mann Whitney indica come per il terzo indicatore il terzo sottocampione sia significativamente differente al primo.

Tabella 24: Analisi univariata, performance dei sottocampioni divisi in base al numero di acquisizione effettuate nel post-IPO

	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Sales}}$
	1 acquisizione			
Performance Raw	**-3.04%****	**-1.44%**	**3.88%*****	**5.95%*****
Z-statistic	*-2.018*	*-0.769*	*3.262*	*3.297*
Positivi	*42.4%*	*43.5%*	*60.0%*	*62.4%*
Performance IPO adj.	**-0.77%**	**1.10%**	**2.38%**	**3.31%**
Z-statistic	*-1.041*	*0.274*	*0.064*	*0.217*
Positivi	*45.9%*	*53.5%*	*51.8%*	*54.1%*
	2 o 3 acquisizioni			
Performance Raw	**-5.90%*****	**-2.10%****	**11.40%*****	**8.72%*****
Z-statistic	*-3.499*	*-2.337*	*3.384*	*3.967*
Positivi	*30.6%*	*34.7%*	*59.7%*	*63.9%*
Performance IPO adj.	**-2.39%**	**-0.92%**	**-0.43%**	**5.25%**
Z-statistic	*-1.543*	*-0.168*	*-0.550*	*0.421*
Positivi	*43.1%*	*48.6%*	*50.0%*	*54.2%*
	Più di 3 acquisizioni			
Performance Raw	**-3.79%*****	**-2.31%****	**5.62%****	**5.91%*****
Z-statistic	*-2.898*	*-2.017*	*2.161*	*2.608*
Positivi	*34.9%*	*39.5%*	*65.1%*	*67.4%*
Performance IPO adj.	**0.78%**	**1.27%**	**11.53%****	**5.07%****
Z-statistic	*0.157*	*0.012*	*2.524*	*2.512*
Positivi	*53.5%*	*56.5%*	*72.1%*	*69.8%*
	Mann Whitney U test 1 acquisizioni vs 2/3 acquisizioni			
Z-statistic(Perf. Adj.)	0.331142	0.433303	0.236027	0.169094
	Mann Whitney U test 1 acquisizioni vs più di 3 acquisizioni			
Z-statistic(Perf. Adj.)	0.734032	0.204318	1.81868*	1.41509

I primi due indicatori non mostrano differenze significative ma risultano comunque superiori. Queste evidenze ci fanno supporre che le imprese che effettuano più di tre acquisizioni siano più preparate ad affrontare questo tipo di operazioni, e riescano a gestirle meglio, sfruttandone tutte le potenzialità.

6.3. Analisi multivariata

Per testare l'effetto combinato di più variabili, e capire se fossero presenti variabili in grado di spiegare la variazione di performance nel post-M&A, si sono utilizzati alcuni modelli di regressione lineare multipla.

La variazione delle performance operative *IPO-adjusted,* misurata con ognuno dei quattro indicatori di performance, è stata usata come variabile dipendente. Come variabili indipendenti sono state impiegate le stesse utilizzate nell'analisi univariata.

Per ogni variabile si è riportato il coefficiente derivante dall'analisi di regressione e la significatività statistica descritta dalla statistica t (sotto al coefficiente, tra parentesi), mentre per ogni modello si è riportato l'R quadro e la statistica F con il suo grado di significatività.

La capacità delle variabili di spiegare il fenomeno, come si vedrà nelle tabelle che seguono, è molto legata all'indicatore utilizzato per calcolare la variabile dipendente e

non è presente alcuna variabile in grado di spiegare il fenomeno con tutti e quattro gli indicatori.

Utilizzando l'EBITDA su *Total asset* si nota subito come siano confermati i risultati delle analisi univariate riguardo al metodo di pagamento. In tutti e tre i modelli in cui è stata impiegata la variabile *dummy* relativa al pagamento *cash* il coefficiente risulta statisticamente significativo con segno positivo.

Le altre variabili non mostrano evidenze certe: il *leverage* ha coefficienti significativi solo in due casi su cinque, non si può quindi affermare con certezza che le imprese meno indebitate risultino in performance migliori. Sicuramente, però, questi risultati smentiscono la tesi che un maggior livello di debito, e di conseguenza un controllo più ferreo delle banche, conduca ad acquisizioni più efficienti. Anche per la liquidità non si hanno risultati significativi (solo in un modello) ma la t *statistic* è molto vicina al livello di significatività in tutti e cinque i modelli e con segno negativo, questo è il linea con la tesi di Jensen (1986). Anche la *dummy* riguardante le imprese che effettuano più di tre acquisizioni riporta un coefficiente significativo e un'altro molto vicino al livello di significatività confermando i risultati dell'analisi univariata. Le altre variabili non hanno alcuna capacità di spiegare l'andamento delle OP.

Tabella 25: Analisi multivariata, EBITDA su Total asset

	EBITDA / Total Asset				
	1	2	3	4	5
Intercetta	-0.0634604	-0.020251	-0.2031775	-0.0702977	0.0042821
	(-0.67)	(-0.45)	(-1.39)	(-0.90)	(0.08)
Perf. pre (EBITDA/Tot.Asset)	-0.1289627	-0.0728162	-0.1354666		-0.079081
	(-0.49)	(-0.46)	(-0.52)		(-0.5)
Perf. pre (Sales/Tot.Asset)	0.0418878	0.0148367	0.0400642		0.0154504
	(0.71)	(-0.6)	(0.69)		(0.63)
Size (Tot.Aasset)	5.53E-08*	7.01e-09	5.46E-08	-3.96E-08	4.67e-09
	(1.73)	(0.57)	(1.75)	(1.48)	(0.34)
Liquidità (Cash/Tot.Asset)	-0.3865941	-0.1673247	-0.385048	-0.0480658**	-0.1743587
	(-1.45)	(-1.29)	(-1.43)	(-2.10)	(-1.32)
Leverage (Debito/Tot.Asset)	-0.3159239**	-0.0131409	-0.3327668**	-0.3697172	-0.0052898
	(-2.11)	(-0.16)	(-2.33)	(-0.35)	(-0.06)
Acq. al primo anno (dummy)	-0.055121				-0.0506567
	(-0.63)				(-1.05)
Acq. al secondo anno (dummy)			0.0452378		
			(0.56)		
Acq. al terzo anno (dummy)	-0.0096828				-.034138
	(-0.07)				(-0.72)
Solo una acquisizione (dummy)	-0.1007656				
	(-0.72)				
Due o tre acquisizioni (dummy)			0.0995383		0.0010754
			(0.73)		(0.2)
Più di tre acquisizioni (dummy)	-0.2449263***		-0.1441973		0.0413973
	(-2.72)		(-1.44)		(0.81)
Pagamento CASH(dummy)	0.2555949**		0.2570283**	0.1608772**	
	(2.35)		(2.37)	(2.16)	
Domestica(dummy)	0.080303		0.0759359		
	(0.81)		(0.74)		
F-statistic	2.07**	0.59	2.28**	3.49**	0.56
R quadro	0.2947	0.0231	0.2927	0.1330	0.0347
Num. Osservazioni	50	166	50	66	166

In Tabella 25, vediamo come non vi sia alcuna variabile, oltre al metodo di pagamento, in grado di spiegare in maniera significativa il cambio delle performance misurato con l'EBITDA su *Sales*.

Tabella 26: Analisi multivariata, EBITDA su Sales

	EBITDA / Sales				
	1	2	3	4	5
Intercetta	-1.588.887	-0.8863085	-2.262.061	-2.395879	-0.7109692
	(1.27)	(-0.94)	(-0.95)	(-1.34)	(-0.82)
Performance pre (EBITDA/Tot.Asset)	6.133.407	3.588034	5.884116		3.531259
	(0.88)	(1.17)	(0.88)		(1.2)
Performance pre (Sales/Tot.Asset)	-0.4586256	-0.0519742	-0.5285228		-0.0338358
	(-0.72)	(-0.29)	(-0.78)		(-0.19)
Size (Tot.Aasset)	2.28E-08	-3.84e-08	-2.88E-09	-3.49E-07	-7.84e-08
	(0.07)	(0.5)	(-0.01)	(-1.45)	(-0.92)
Liquidità (Cash/Tot.Asset)	2.097674	2.068334	2.156936	2.524111	1.953579
	(0.6)	(1.34)	(0.65)	(1.05)	(1.35)
Leverage (Debito/Tot.Asset)	1.470173	0.9780164	0.8245993	1.427596	1.16522
	(0.4)	(0.94)	(0.29)	(0.76)	(1.05)
Acq. al primo anno (dummy)	-1.333165				-0.4104183
	(-0.69)				(-0.71)
Acq. al secondo anno (dummy)			0.9543506		
			(0.68)		
Acq. al terzo anno (dummy)	0.4084494				0.1164601
	(0.24)				(0.29)
Solo una acquisizione (dummy)	0.0402269				
	(0.03)				
Due o tre acquisizioni (dummy)			-0.087267		-0.128167
			(-0.08)		(-0.22)
Più di tre acquisizioni (dummy)	-2.55518		-2.597148		0.2726849
	(-1.32)		(-1.5)		(0.44)
Pagamento CASH(dummy)	2.224096*		2.279037*	2.35039*	
	(1.76)		(1.77)	(1.85)	
Domestica(dummy)	0.8642594		0.6968725		
	(0.94)		(0.68)		
F-statistic	0.35**	0.50	0.41	1.24	0.42
R quadro	0.1331	0.0664	0.1238	0.0691	0.0724
Num. Osservazioni	50	166	50	66	166

I modelli di regressione costruiti utilizzando come variabile dipendente i due indicatori che tengono conto dei cambi nel capitali circolante evidenziano coefficienti significativi solo nelle due variabili relative alle perfomance pre acquisizione. Come evidenziato dalla analisi univariate un livello di performance pre acquisizione medio-alto sembra

condurre a performance migliori rispetto ad un livello molto basso o molto alto. Per il livello di *sales* pre-acquisizione la situazione, come nelle analisi univariate, è meno chiara, tuttavia sembra che alti livelli di *sales* pre-acquisizione si traducano in un calo delle performance nel pot-M&A.

Tabella 27: Analisi multivariata, EBITDA - ΔWC su Total asset

	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Total Asset}}$				
	1	2	3	4	5
Intercetta	-0.0393484	0.0660108	-0.13299	0.0958847	0.0631583
	(-0.33)	(0.93)	(-0.87)	(1.16)	(1.51)
Performance pre (EBITDA/Tot.Asset)	0.4388647	0.3749732**	0.455438	0.3781316**	0.3707076**
	(1.32)	(2.22)	(1.41)	(2.31)	(2.36)
Performance pre (Sales/Tot.Asset)	0.0130806	-0.0015404	-0.00843	-0.0500816*	-0.0581832*
	(0.25)	(1.35)	(0.16)	(1.87)	(1.82)
Size (Tot.Aasset)	-8.18E-08	3.40e-09	-8.01E-08	-6.11e-09	
	(1.45)	(0.11)	(-1.49)	(0.19)	
Liquidità (Cash/Tot.Asset)	0.2690673	0.0998531	0.265128	0.1389693	
	(1.02)	(0.64)	(0.98)	(-0.97)	
Leverage (Debito/Tot.Asset)	-0.0366638	-0.24513	0.006255	-0.2447852	
	(-0.13)	(-1.23)	(0.02)	(1.2)	
Acq. al primo anno (dummy)	-0.1008469			-0.0171621	
	(-0.86)			(-0.27)	
Acq. al secondo anno (dummy)			0.126031		
			(1.18)		
Acq. al terzo anno (dummy)	-0.2166312			-0.1246853	
	(1.65)			(1.55)	
Solo una acquisizione (dummy)	0.0484094				
	(0.34)				
Due o tre acquisizioni (dummy)			-0.04528	-0.0768434	
			(-0.32)	(-1.11)	
Più di tre acquisizioni (dummy)	-0.0209738		-0.06929	0.0877733	
	(-0.14)		(-0.43)	(1.22)	
Pagamento CASH(dummy)	-0.0225321		-0.02618		
	(-0.19)		(-022)		
Domestica(dummy)	0.1228686		0.133997		
	(1.12)		(1.18)		
F-statistic	2.40**	2.12*	2.27**	2.02**	5.55***
R quadro	0.1871	0.0741	0.1773	0.1165	0.0483
Num. Osservazioni	50	166	50	166	200

Tabella 28: Analisi multivariata, EBITDA - ΔWC su Total asset

	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Sales}}$				
	1	2	3	4	5
Intercetta	2.530936	-2.702441	-4.472207	-1.584715	-0.91237
	(-0.93)	(1.33)	(-0.94)	(-0.89)	(-0.89)
Performance pre (EBITDA/Tot.Asset)	1.393782	11.0233	15.1501	1.100612*	9.868489
	(1.13)	(1.78)	(1.13)	(1.74)	(1.63)
Performance pre (Sales/Tot.Asset)	1.122263	-0.1167991	-0.708529	-0.0320664	-0.34846
	(-0.49)	(-0.34)	(-0.68)	(-0.09)	(-1.38)
Size (Tot.Aasset)	7.24E-07	-1.31e-07	-4.54E-07	-2.57e-07	
	(-0.55)	(-0.73)	(0.69)	(1.18)	
Liquidità (Cash/Tot.Asset)	7.2939	5.89933	8.40294	5.485115	
	(1.13)	(1.53)	(1.19)	(1.52)	
Leverage (Debito/Tot.Asset)	7.263054	2.845131	4.08E+06	3.512174	
	(0.76)	(1.14)	(0.73)	(1.26)	
Acq. al primo anno (dummy)	3.917171			-1.643473	
	(-0.80)			(-1.36)	
Acq. al secondo anno (dummy)			2.311048		
			(0.82)		
Acq. al terzo anno (dummy)	2.639808			-0.7148725	
	(0.26)			(-1.02)	
Solo una acquisizione (dummy)	2.248774				
	(-0.15)				
Due o tre acquisizioni (dummy)			0.2336077	-1.037082	
			(0.11)	(-0.73)	
Più di tre acquisizioni (dummy)	4.002373		-2.035905	0.7639096	
	(-0.59)		(-0.64)	(-0.64)	
Pagamento CASH(dummy)	2.512087		1.914743		
	(0.71)		(0.73)		
Domestica(dummy)	1.543445		0.3353462		
	(0.46)		(0.2)		
F-statistic	0.48	0.81	0.56	0.74	2.12
R quadro	0.1784	0.1185	0.1668	0.1359	0.0836
Num. Osservazioni	50	166	50	166	200

Per i tutti i modelli di regressione il coefficiente dell'intercetta non è significativo, questo dimostra ulteriormente che le performance operative nel post-IPO non cambiano significativamente a seguito di M&A.

6.4. Analisi di robustezza

In conclusione è stata effettuata l'analisi di robustezza.

L'elemento più delicato in questo tipo di analisi è la scelta del benchmark (Barber e Lyon, 1996). Per alcune imprese del campione erano presenti più aziende (tra le IPO che non acquistano e tra le non IPO) che rispettavano i criteri di matching, nel primo matching sono state scelte le aziende con le performance pre acquisizione più vicine all'azienda di riferimento, per questa analisi di robustezza sono state selezionate "le seconde scelte". In questo modo sono stati costruiti 2 campioni alternativi di IPO che non acquistano (105 imprese) e di non IPO (51 imprese). Utilizzando questi nuovi campioni si è ripetuta l'analisi.

I risultati, come mostrano le tabelle nel seguito, sono allineati con quelli calcolati con i campioni di benchmark "principali".

Tabella 29: Analisi di robustezza, performance raw del campione alternativo delle imprese IPO che non acquistano

	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Sales}}$
Mediana Anno -1	12.18%	10.86%	4.17%	2.73%
Mediana Anno + 1	9.22%	9.49%	8.65%	7.40%
Mediana Anno +2	7.17%	7.48%	8.99%	8.28%
Mediana Anno +3	8.10%	7.64%	9.24%	9.02%
Performance RAW *(Anno +1-Anno -1)*	**-1.19%**	**-0.69%**	**8.37%*** **	**11.15%*** **
Z-statistic	*-1.375*	*-0.959*	*3.307*	*2.933*
Positivi	*42.9%*	*42.9%*	*66.7%*	*60.0%*
Performance RAW *(Anno +2-Anno -1)*	**-3.87%*** **	**-2.67%**	**4.78%*** **	**4.76%**
Z-statistic	*-3.361*	*-1.568*	*2.757*	*2.77*
Positivi	*33.3%*	*38.1%*	*61.9%*	*58.1%*
Performance RAW *(Anno +3-Anno -1)*	**-3.48%***	**-2.15%**	**3.47%*** **	**3.45%** **
Z-statistic	*-1.734*	*-1.063*	*2.994*	*2.486*
Positivi	*39.0%*	*39.0%*	*57.1%*	*58.1%*
Performance RAW *(Media(Anno +2,+1)-Anno -1)*	**-3.01%**	**-2.08%** **	**5.17%*** **	**5.98%**
Z-statistic	*-3.179*	*-2.061*	*2.914*	*2.757*
Positivi	*34.3%*	*37.1%*	*62.9%*	*58.1%*
Performance RAW *(Media (Anno +3,+2,+1)-Anno -1)*	**-3.23%*** **	**-2.30%** **	**5.48%*** **	**4.33%** **
Z-statistic	*-3.694*	*-2.514*	*3.042*	*2.457*
Positivi	*31.4%*	*34.3%*	*61.9%*	*59.0%*
Performance RAW *(Mediana (Anno +3,+2,+1)-Anno -1)*	**-2.39%***	**-1.28%**	**5.35%*** **	**7.75%*** **
Z-statistic	*-1.857*	*-1-128*	*3.835*	*3.572*
Positivi	*39.0%*	*38.1%*	*65.7%*	*61.0%*

Tabella 30: Analisi di robustezza, performance raw del campione alternativo di imprese non IPO quotate da almeno 5 anni

	$\frac{EBITDA}{Total\ Asset}$	$\frac{EBITDA}{Sales}$	$\frac{EBITDA - \Delta WC}{Total\ Asset}$	$\frac{EBITDA - \Delta WC}{Sales}$
Mediana Anno -1	12.13%	9.07%	10.64%	8.01%
Mediana Anno + 1	9.69%	9.34%	7.73%	5.77%
Mediana Anno +2	9.24%	6.89%	9.77%	7.44%
Mediana Anno +3	9.17%	8.13%	7.20%	5.53%
Performance RAW *(Anno +1-Anno -1)*	**-2.96%****	**-0.46%**	**-0.89%**	**0.27%**
Z-statistic	*-1.968*	*-0.806*	*-0.628*	*0.3*
Positivi	*31.4%*	*43.1%*	*43.1%*	*51.0%*
Performance RAW *(Anno +2-Anno -1)*	**-2.21%****	**-0.95%**	**-1.43%**	**-0.58%**
Z-statistic	*-2.371*	*-1.425*	*-0.216*	*0.019*
Positivi	*35.3%*	*43.1%*	*43.1%*	*45.1%*
Performance RAW *(Anno +3-Anno -1)*	**-4.69%*****	**-3.31%****	**-3.62%**	**-1.10%**
Z-statistic	*-3.324*	*-2.193*	*-1-125*	*0.000*
Positivi	*31.4%*	35.3%	*45.1%*	*45.1%*
Performance RAW *(Media(Anno +2,+1)-Anno -1)*	**-2.56%*****	**-0.66%**	**-0.83%**	**-0.36%**
Z-statistic	*-2.653*	*-1.228*	*-0.6*	*-0.441*
Positivi	*29.4%*	*39.2%*	*47.1%*	*45.1%*
Performance RAW *(Media (Anno +3,+2,+1)-Anno -1)*	**-2.54%*****	**-0.91%***	**-2.24%**	**-1.30%**
Z-statistic	*-3.074*	*-1.959*	*-1.181*	*-0.787*
Positivi	*31.4%*	*39.2%*	*41.2%*	*43.1%*
Performance RAW *(Mediana (Anno +3,+2,+1)-Anno -1)*	**-2.88%*****	**-0.79%**	**-0.64%**	**0.18%**
Z-statistic	*-2.265*	*-1.406*	*-0.187*	*0.787*
Positivi	*33.3%*	*39.2%*	*49.0%*	*52.9%*

Tabella 31: Analisi di robustezza, performance delle imprese IPO che acquistano aggiustate con il benchmark "alternativo" delle imprese IPO

	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Sales}}$
Performance IPO adj. ***(Anno +1-Anno -1)***	**-1.82%***	**-1.20%***	**-2.39%**	**4.79%**
Z-statistic	*-1953*	*-1.666*	*0.352*	*1.065*
Positivi	*42.9%*	*42.9%*	*45.7%*	*57.1%*
Performance IPO adj. ***(Anno +2-Anno -1)***	**-0.66%**	**-0.16%**	**5.97%***	**10.95%****
Z-statistic	*-0.07*	*0.246*	*1.857*	*2.138*
Positivi	*48.6%*	*48.6%*	*60.0%*	*64.8%*
Performance IPO adj. ***(Anno +3-Anno -1)***	**-3.48%***	**-1.28%**	**0.78%**	**6.48%***
Z-statistic	*-1.940*	*-0.681*	*0.46*	*1.755*
Positivi	*38.1%*	*45.7%*	*51.4%*	*59.0%*
Performance IPO adj. ***(Media(Anno +2,+1)-Anno -1)***	**-2.65%**	**-2.76%**	**0.43%**	**5.06%**
Z-statistic	*-1.643*	*-1.509*	*1.144*	*0.991*
Positivi	*41.9%*	*41.0%*	*50.5%*	*55.2%*
Performance IPO adj. ***(Media (Anno +3,+2,+1)-Anno -1)***	**-1.45%***	**-0.80%**	**0.99%**	**6.55%**
Z-statistic	*-1.832*	*-1.004*	*0.719*	*1.407*
Positivi	*40.0%*	*45.7%*	*51.4%*	*61.0%*
Performance IPO adj. ***(Mediana (Anno +3,+2,+1)-Anno -1)***	**-2.35%**	**-2.13%**	**0.39%**	**6.02%**
Z-statistic	*-1.669*	*-1.548*	*0.31*	*1.407*
Positivi	*41.0%*	*41.9%*	*51.4%*	*60.0%*

Tabella 32: Analisi di robustezza, performance delle imprese IPO che acquistano aggiustate con il benchmark "alternativo" delle imprese non IPO quotate da almeno 5 anni

	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Total Asset}}$	$\frac{\text{EBITDA} - \Delta\text{WC}}{\text{Sales}}$
Performance non IPO adj. ***(Anno +1-Anno -1)***	**-3.52%****	**-1.82%**	**5.84%**	**3.62%***
Z-statistic	*-2.268*	*-1.472*	*1.547*	*1.668*
Positivi	*37.3%*	*37.3%*	*52.9%*	*60.8%*
Performance non IPO adj. ***(Anno +2-Anno -1)***	**-2.20%**	**0.35%**	**7.66%***	**13.61%****
Z-statistic	*-1.209*	*-0.516*	*1.837*	*2.362*
Positivi	*43.1%*	*51.0%*	*58.8%*	*58.8%*
Performance non IPO adj. ***(Anno +3-Anno -1)***	**-2.42%**	**-3.08%**	**2.18%**	**5.89%**
Z-statistic	*-1.181*	*-0.797*	*0.6*	*1.256*
Positivi	*39.2%*	*43.1%*	*54.9%*	*58.8%*
Performance non IPO adj. ***(Media(Anno +2,+1)-Anno -1)***	**-3.34%****	**-2.86%**	**7.44%***	**9.25%****
Z-statistic	*-2.268*	*-1.903*	*1.884*	*2.072*
Positivi	*33.3%*	*35.3%*	*56.9%*	*58.8%*
Performance non IPO adj. ***(Media (Anno +3,+2,+1)-Anno -1)***	**-2.80%***	**-0.23%**	**16.68%*****	**11.97%****
Z-statistic	*1.859*	*-0.141*	*3.534*	*2.559*
Positivi	*47.1%*	*47.1%*	*68.6%*	*64.7%*
Performance non IPO adj. ***(Mediana (Anno +3,+2,+1)-Anno -1)***	**-0.64%****	**-1.48%**	**3.91%****	**3.62%****
Z-statistic	*-2.378*	*-1.078*	*1.988*	*2.228*
Positivi	*47.1%*	*47.1%*	*54.9%*	*62.7%*

CONCLUSIONI

Questo studio ha analizzato l'impatto delle M&A sulle performance operative nel post-IPO andandosi a inserire tra due filoni letterari di notevole interesse. Il primo, più recente, è quello che indaga il legame esistente tra IPO e M&A; il secondo, più navigato, è quello che studia l'andamento delle performance operative nel post-IPO.

Le motivazioni che stanno alla base di una IPO sono molteplici e note da tempo ma ultimamente ne è emersa una nuova: le M&A. Negli ultimi anni molti studi hanno analizzato il legame che esiste tra M&A e IPO, mostrando come le M&A siano la principale motivazione che spinge le imprese a quotarsi. Hovakimian e Hutton (2010) elencano 3 fondamentali motivazioni che spingono un'impresa a quotarsi prima di effettuare un'operazione di M&A: la prima motivazione è di tipo finanziario, l'IPO permette di raccogliere liquidità che può essere impiegata in acquisizioni, in più il nuovo status garantisce la possibilità di finanziarsi più facilmente avendo accesso al mercato del capitale e del debito a condizioni più favorevoli. La seconda motivazione,

come dimostra anche il sondaggio di Brau e Fawcett(2006), riguarda la possibilità di poter utilizzare le proprie azioni come metodo di pagamento in un M&A con la possibilità di sfruttare i momenti favorevoli del mercato andando a scambiare azioni sopravvalutate. La terza motivazione è la riduzione delle asimmetrie informative sul valore dell'impresa al fine di garantire acquisizioni e fusioni più efficienti. Hsieh, Lyandres, Zhandov (2011) sostengono come sia proprio quest'ultima la vera motivazione alla base delle IPO. In alcuni casi non viene raccolto nuovo capitale durante la quotazione, quindi l'ottimizzazione del processo di ristrutturazione è la motivazione chiave. Celykurt, Sevilir, Shivdasani (2010) analizzano il legame a livello empirico mettendo in evidenza che il 31% delle matricole del mercato effettuano almeno un'acquisizione nello stesso anno dell'IPO, il 77% entro i primi 4 anni dalla quotazione e come le acquisizioni contribuiscano alla crescita, almeno quanto le Capex e gli investimenti in R&D.

Il secondo filone letterario, come detto, è quello che studia l'andamento delle performance operative nel post-IPO. Su questo argomento gli studi sono in completo accordo: le performance operative negli anni successivi alla quotazione conosco un declino significativo (Jain e Kini, 1994; Mikkelson, Partch, e Shah, 1995; Pagano, Panetta e Zingales, 1998). Esistono tre principali teorie che spiegano le cause che stanno dietro a questo calo: le asimmetrie informative, la *window of opportunity* e la *window dressing*. Le prima teoria sostiene che la separazione tra proprietà e controllo che si verifica a seguito della quotazione aumenti i costi d'agenzia gravando sulle performance

operative Leland e Pyle (1977), Jensen e Meckling (1976), Myers e Majluf (1984); secondo la *window of opportunity,* invece, le imprese si quotano in momenti in cui le loro performance sono superiori alla media, al fine di estrarre il massimo ricavo dall'IPO, ma non sono in grado nel lungo periodo di mantenere tali performance andando così incontro ad un declino; infine la *window dressing* afferma che nel periodo precedente alla quotazione le imprese aggiustino al rialzo alcuni parametri operativi al fine di estrarre maggiori benefici.

Queste tre spiegazioni sembrano esaustive e confermate da più ricerche, ma alla luce dei recenti studi, che evidenziano un così forte legame tra IPO e M&A, ci si è chiesti se anche le M&A avessero un ruolo nel declino delle performance operative: "L'intensa attività di M&A che coinvolge le matricole del mercato come impatta sulle performance operative nel post-IPO?" e ancora "Le M&A contribuiscono al declino delle performance e possono essere annoverate tra le cause del *profitability drop*?".

Per rispondere a queste domande si è misurata la variazione delle performance operative in seguito alla prima acquisizione di un campione di 200 imprese europee (Italia, Francia,Germania, UK), tutte quotate tra il 1997 e il 2007 e che hanno effettuato almeno un'acquisizione entro i tre anni successivi alla data dell'IPO.

Per isolare l'impatto delle M&A, escludendo le variazioni dovute ad altri fattori come l'andamento del mercato e l'impatto dell'IPO, la variazione assoluta delle performance (*performance raw*) è stata confrontata con un benchmark d'imprese IPO che non hanno acquisito nei 3 anni successivi alla quotazione (*performance IPO-adjusted*). Il

benchmark è stato costruito attraverso una procedura di matching 1 a 1 eseguito su: anno dell'IPO, settore industriale, grandezza degli *asset* e perfomance pre-acquisizione. Seguendo sempre gli stessi criteri di matching si sono selezionate imprese non IPO quotate da almeno 5 anni in modo da poter osservare l'andamento delle performance operative anche nei confronti di un benchmark rappresentativo del mercato (*performance non IPO-adjusted*).

I risultati mostrano che le M&A non hanno un impatto significativo sulle performance operative nel post-IPO e non possono esser annoverate tra le cause del *profitability drop*; l'andamento di quest'ultime è simile fra le imprese IPO che acquisiscono e quelle che non lo fanno. I risultati ottenuti sono in linea con gli studi di Ghosh (2001) e Martynova, Oosting, Renneboog (2006), i quali, in un contesto più generale, avevano mostrato il non impatto delle M&A sulle performance operative.

E' confermato come in molti casi le M&A non vengano effettuate per creare valore ma vi siano altre motivazioni alla base. Sicuramente, come mostrano Celykurt, Sevilir, Shivdasani (2010), la crescita gioca un ruolo fondamentale nella scelta di intraprendere un M&A, poiché quest'ultime permettono un'espansione rapida e certamente meno impegnativa rispetto alla crescita organica. Altra spiegazione si può trovare nel problema dei costi di agenzia (McGrath, 2011), sopratutto in un contesto come quello delle IPO, in cui le aspettative sono in genere ottimistiche e tutti gli occhi sono puntati sui manager. Costoro hanno forti interesse privati a concludere acquisizioni, in molti casi anche se i benefici sono minimi o addirittura causano perdite. Spesso acquisire

garantisce ai manager un aumento del loro potere e del loro prestigio, e conseguenti vantaggi economici.

Appurato che in generale le M&A non hanno impatto sulle performance operative nel post-IPO, attraverso le analisi univariate e multivariate si sono testate alcune variabili caratteristiche legate alla M&A per verificarne l'impatto. Emerge che l'unica variabile che influenza significativamente l'andamento delle performance è il metodo di pagamento: le nuove quotate coinvolte in M&A che utilizzano un metodo di pagamento *cash* sovraperformano significativamente il benchmark delle IPO e hanno performance decisamente migliori rispetto a quelle che utilizzano un metodo di pagamento *stock* le quali, al contrario sottoperformano questo benchmark. Le atre variabili non impattano significativamente.

Rispetto al benchmark rappresentativo del mercato, utilizzando misure di performance "classiche", si evidenzia un calo significativo, in linea con le teorie sul *profitability drop,* mentre misurando le performance con gli indicatori che tengono conto delle variazioni nel capitale circolante le IPO che acquistano, e più in generale le IPO, mostrano una variazione nelle performance operative significativamente superiore. A questo proposito si sono analizzate le variazioni delle singole componenti del capitale circolante, scoprendo come a guidare questo aumento delle performance sia una forte riduzione dei crediti commerciali e in piccola parte un aumento dei debiti commerciali. Questi risultati rivelano che le imprese neo-quotate negli anni successivi all'IPO migliorano la gestione del capitale circolante. Probabilmente il maggior potere

contrattuale derivante dal nuovo status di "quotata" permette di rinegoziare i termini di riscossione dei crediti e di pagamento dei debiti a loro favore riuscendo così a ridurre il capitale circolante e migliorare le performance operative.

Questo studio ha fatto luce su un aspetto ancora inesplorato dalla letteratura ed ha fornito un nuovo spunto per future ricerche, rimane infatti da chiarire quali siano le cause alla base del miglioramento nella gestione del capitale circolante da parte delle nuove quotate.

BIBLIOGRAFIA

Agrawal, A., Jaffe, J.F. and Mandelker, G.N. (1992). The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly. Journal of Finance 47, 1605-1621.

Amor e Kooli (2013), From IPO to M&A: further evidence

Barber, B.M. and Lyon, J.D. (1996). Detecting abnormal operating performance: the empirical power and specification of test statistics. Journal of financial Economics 41, 359-399.

Benveniste, Busaba, & Guo, 2001 Evidence of Information Spillovers in the Production of Investment Banking Services

Berkovitch, E., Narayanan, M.P. (1990) Competition and the medium of exchange in takeovers. The review of financial studies 3, 153-174.

Bessler, W. and J. Zimmermann (2011), 'Acquisition Activities of Initial Public Offerings in Europe, An analysis of Exit and Growth Strategies', Working Paper, Justus-Liebig-University.

Bradley, M. and Jarrell, G. A. (1988). Comment. In John Coffee, Jr., Louis Lowenstein, and Susan Rose-Ackerman, editors, Knights, Raiders and Targets. Oxford, England: Oxford University Press.

Brau, J., R. B. Couch and N. Sutton (2012), 'The Desire to Acquire and IPO Long-Run Underperformance' Journal of Financial and Quantitative Analysis, 47(3), 493-510.

Brau, J. and S. Fawcett, 2006, "Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice," Journal of Finance 61, 399-436.

Celikyurt, U., M. Sevilir, and A. Shivdasani, 2010, "Going public to acquire: The acquisition motive for IPOs," Journal of Financial Economics 96, 345–363.

Clark, K. and Ofek, E. (1994). Mergers as a means of restructuring distressed firms: an empirical investigation. Journal of Financial and Quantitative Analysis 29, 541-566.

Cornett, M. and Sankar, De (1991). Medium of payment in corporate acquisitions: Evidence from interstate bank mergers. Journal of Money, Credit, and Banking 23, 767.

Coakley, J., Haddas, L., & Wood, A. (2007). Post-IPO operating performance, venture capitalists and market timing. Journal of business finance & accounting, 34 (9-10), p. 1423-1446.

Dickerson, A.P., Gibson, H.D. and Tsakalotos, E. (1997). The impact of acquisitions on company performance: Evidence from a large panel of U.K. firms. Oxford Economic Papers 49, 344-361.

Dutta, S. & Jog, V. (2009). The long-term performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly. Journal of Banking & Finance, 33(8), 1400–1412.

Franks, Julian, Robert S. Harris, and Sheridan Titman, 1991. “The Postmerger Share-Price Performance of Acquiring Firms,” Journal of Financial Economics, Vol. 29, No. 1, pp. 81-96.

Fama , E., & French, K. (1992). The cross-section of expected stock returns. Journal of finance, p. 427-465.

Fishman, M.J.(1989). Preempitve bidding and the role of the medium of exchange in acquisition. Journal of Finance 44, 41-57

Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? Journal of Corporate Finance 7, 151-178.

Ghosh, A. and Jain, P.J. (2000). Financial leverage changes associated with corporate mergers. Journal of Corporate Finance 6, 377-402.

Giudici, G. (2010). Finanziare le risorse dell'impresa. Maggioli Editore.

Giudici, G., Dalle Vedove, F., & Randone, A. (2005). The evolution of intital public offerings in Italy. Bitnotes.

Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. Journal of Finance 54, 1969-1998.

Haley, P. M., & Palepu, K. G. (1990). Earnings and risk changes surrounding primary stock offers. Journal of accounting reserach, 28, p. 25-48.

Healy, P.J., Palepu, K.G., Ruback, R.S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? Journal of Financial Economics 31, 135-175.

Hovakimian, A. and I. Hutton, 2010, " Merger-Motivated IPOs," Financial management 39, 1547–1573.

Hsieh, J., E. Lyandres, and A. Zhdanov, 2011, "A Theory of Merger-Driven IPOs," Journal of Financial and Quantitative Analysis 46, 1367–1405.

Herman, E. and Lowenstein, L. (1988). The efficiency effects of hostile takeovers. In: Knights, Raiders and Targets (J.C. Coffee, Jr., L. Lowenstein, and S. Rose-Ackerman, eds.). New York: Oxford University Press, 211-240.

Heron, R and Lie, E. (2002). Operating performance and the method of payment in takeovers. Journal of Financial and Quantitative Analysis 37, 137-156.

Jain, B., & Kini, O. (1994). The post-issue operating performance of IPO firms. The journal fo finance, 49, p. 1699-1726.

Jain, B., & Kini, O. (2003). Does the presence of a venture capitalist improve the survival profile of IPO firms? Journal of business finance and accounting, 27 (9) (10), p. 1139-1183.

Jensen, M. And W. Meckling, 1976, "Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," Journal of Financial Economics 3, 305-360.

Jensen, M., 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers.," American Economic Review 76, 323-329.

Leland, H., & Pyle, D. (1977). Information assymetries, Financial structure and Financial Intermediaiton. Journal of Finance, 32, p. 371-387.

Linn, S.C. and Switzer, J.A. (2001). Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions? Journal of Banking and Finance 6, 1113-1138.

Loderer, C. and Martin. K. (1992). Postacquisition Performance of Acquiring Firms. Financial Management, 19: 17-33.

Loughran, T., & Ritter, J. (1997). The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. Journal of finance, 50, p. 23-51.

Loughran, T. and Vijh, A. (1997). Do long term shareholders benefit from corporate acquisitions? The Journal of Finance 52, 1765-1790.

Marina Martynova, Sjoerd Oosting, Luc Renneboog, 2006, The long term operating performance of european merger and acquisition, Working paper European Corporate Governance Institute.

McGrath, M., (2011), Practical M&A Execution and Integration, Wiley Corporate F&A publications

Meeks, G. (1977). Disappointing marriage: a study of the gains from merger. Cambridge University Press.22

Megginson W., Morgan A., Nail, L., (2004), The determinants of positive long- term performance in strategic mergers: Corporate focus and cash, Journal of Banking and Finance 28: 523-552.

Mikkelson, W., Partch, M., & Shah, K. (1995). Performance of companies around Initial Public Offering. Working Paper, University of Oregon.

Mitchell, Mark L. and Erik Stafford. 2000.“Managerial Decisions and Long Term Stock Price Performance.” Journal of Business. 73, pp. 287-329.

Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate finance and investment decision when firms have information that investors do not have. Journal of financial economics, 13, p. 187-221.

Naaguesh Appadu, Anna Faelten and Mario Levis (2012). Acquisitions, SEOs, Divestitures and IPO Performance. Handbook of Research on IPOs.

Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Whay do companies go public? An empirical analysis. Nber Working PaperSeries.

Powell, R.G., Stark, A.W. (2005). Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. Journal of Corporate Finance11, 293-317.

Rosen, R., S. Smart, and C. Zutter, 2005, “Why Do Firms Go Public? Evidence from the Banking Industry,” Indiana University Working Paper.

Rau, P.R., Stouraitis, A., 2011, "Patterns in the timing of corporate event waves", Journal of Financial and Quantitative Analysis 46, 209–246

Ravenscraft, D.J. and Scherer, F.J. (1987). Mergers, selloffs, and economic efficiency. Washington, DC: The Brookings Institution.

Rau, P. Raghavendra and Theo Vermaelen, 1998. “Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms,” Journal of Financial Economics, Vol. 49, No. 2, pp. 223-253.

Ritter, J. (1991). The long-run performance of initial public offerings. Journal of finance, 46, p. 3-27.

Schultz, P. and M. Zaman, 2001, “Do the Individuals Closest to Internet Firms Believe They Are Overvalued?” Journal of Financial Economics 59, 347-381.

Steger U., Kummer C., (2007), Why Merger and Acquisition (M&A) waves reoccur-the vicious circle from pressure to failure, IMD International, Lausanne, Switzerland

Switzer, J.A. (1996). Evidence on real gains in corporate acquisitions. Journal of Economics and Business 48, 443-460.

Teoh, S., Welch, I., & Wong, T. (1998). Earnings management and the long-run underperformance of the seasoned equity offerings. Journal of financial economics, p. 1935-1974.

Wiggenhorn, J., K.C. Gleason,and J. Madura, 2007, "Going public to pursue acquisitions," The Quarterly Review of Economics and Finance 47, 331-351.

Zingales, L., 1995, Insider ownership and the decision to go public, Review of Economic Studies 60, 425-448.