

Il ruolo dell'Investment banking nelle operazioni di M&A: evidenze empiriche pre e post Lehman

Investment banks' reputation and M&A deals

Vincenzo Capizzi, Università del Piemonte Orientale | Renato Giovannini, Università G. Marconi, Roma

Keywords

Investment banking, M&A, creazione di valore, crisi finanziaria

Jel codes

G21, G11, G34, G33

Il ruolo delle banche d'affari nell'ambito delle operazioni straordinarie – e soprattutto delle fusioni e acquisizioni (M&A) – è stato ampiamente indagato dalla dottrina; in particolare, il contributo offerto nell'individuare, selezionare e strutturare i migliori deal (Superior Deal Hypothesis) e nel certificare, con la propria reputazione, la validità degli stessi (Certification Effect). L'obiettivo del presente lavoro è quello di verificare se e in quale misura la Superior Deal Hypothesis e il Certification Effect abbiano subito degli effetti successivamente al fallimento della Lehman Brothers attraverso lo studio della relazione fra il valore creato per gli azionisti e la reputazione delle banche incaricate come advisors. Emerge come l'effetto reputazionale delle principali banche d'affari sia più evidente nel periodo post Lehman. Inoltre, i ritorni post Lehman sono positivi sia per la target sia per la bidder, evidenziando così l'esistenza di una Superior Deal Hypothesis.

The paper analyzes the relationship between the reputation of Investment banks and the quality of services they offer as advisors in M&A operations. It outlines that markets trust M&A operations assisted by leading international advisors and that, in the period post Lehman default, the most important Investment banks have registered a significant reputational effect.

1. Introduzione

Le operazioni di mergers and acquisitions (M&A) costituiscono una delle più importanti attività nell'ambito della finanza aziendale e, parallelamente, nell'ambito del sistema d'offerta di chi svolga attività di Investment banking. Per avere un'idea dell'importanza di tale fenomeno, si pensi che nel 2007, in concomitanza con la più recente ondata di operazioni di M&A, si investirono a livello globale circa 4,2 trilioni di dollari in tali attività. Nel mentre, le banche d'affari, agendo come advisor delle controparti in tali operazioni, generavano ricavi sotto forma di commissioni per un valore di circa 39,7 miliardi di dollari (fonte: «Thomson One Investment banking», Thomson Reuters), di cui una buona fetta è stata guadagnata da sole dieci banche impegnate attivamente, in qualità di advisor, nella maggior parte delle operazioni¹. Ciò nonostante, la letteratura ha trovato difficoltà nel supportare empiricamente la relazione tra la reputazione delle banche d'affari, assunte come advisor, e la qualità dei servizi da queste offerti, ottenendo dei risultati spesso discordanti o non significativi². Motivato dal nuovo contesto economico finanziario creatosi all'indomani del fallimento di Lehman Brothers, il quale ha presumibilmente alterato gli equilibri competitivi dell'investment banking, questo lavoro si promette di ripercorrere lo studio della relazione tra la reputation delle banche d'affari e la qualità dei servizi da queste ultime offerti nelle vesti di advisor di operazioni di M&A.

I paragrafi 2 e 3 del presente lavoro sono stati redatti con il contributo di Stefano Rossoni.

¹ Indicativamente, si consideri che negli ultimi due anni le dieci top investment bank, a livello globale, si sono aggiudicate circa il 50% delle fee totali generate dai servizi di advisory.

² Possibili ragioni di tali discordanze possono essere attribuite all'utilizzo di metodologie di ricerca selezionate dagli autori degli studi empirici.

Più in particolare, sono state sottoposte a verifica empirica la Superior Deal Hypothesis e la Certification Hypothesis nel periodo pre fallimento Lehman (2004-2008) e post fallimento Lehman (2008-2012).

Obiettivo del presente paper è di verificare se la ricchezza degli azionisti coinvolti sia positivamente correlata alla presenza di top-tier investment bank analizzando in particolare se tale creazione sia riconducibile alla maggiore capacità di selezione/negoziazione di queste ultime (Superior Deal Hypothesis) o, viceversa, se sia dovuta all'accresciuta rilevanza attribuita dal mercato all'effetto di certificazione di cui può godere una top-tier investment bank (Certification Hypothesis).

Allo stesso tempo, obiettivo del presente paper è quello di comprendere se vi sia stata, e con quale intensità, una variazione della partecipazione dei due profili alla produzione di ricchezza nei due contesti ante e post crisi finanziaria, ovvero in presenza di quest'ultima.

Ai fini della presente pubblicazione la ricerca è stata condotta focalizzandosi su un campione di acquisizioni e fusioni avvenute solamente tra società quotate nel mercato europeo.

Questa scelta è stata adottata per due sostanziali ragioni: la prima è che la reputazione delle banche d'affari non è ugualmente importante in tutte le transazioni e i suoi effetti sono più pronunciati in situazioni che creano una maggiore esposizione al rischio reputazionale³; la seconda discende dal fatto che nelle operazioni tra società quotate è più difficile, per le controparti, catturare e sprigionare valore a proprio favore in ragione del maggior equilibrio nella distribuzione del potere contrattuale fra le parti rispetto a quello che si rileva nelle transazioni in cui una delle parti non sia quotata.

Le fusioni e acquisizioni fra società quotate richiedono quindi delle competenze e abilità superiori (Fuller, Netter e Stegemoller, 2002) da parte degli advisor coinvolti, ragion per cui in questo tipo di transazioni il peso assunto dalla reputazione delle banche coinvolte può assumere un ruolo determinante (Golubov et al., 2012).

Dalle verifiche condotte emerge come l'effetto reputazionale delle principali banche d'affari sia maggiormente evidente nel periodo post Lehman Default: in un periodo in cui le transazioni sono progressivamente calate, sia per numero che per dimensione, e l'enfasi del mercato per questo tipo di operazioni si è progressivamente affievolito, coerentemente con il crescente orientamento delle grandi imprese verso strategie dirette a razionalizzare o a rendere più efficiente un percorso di crescita dimensionale per linee esterne, il mercato ha privilegiato, e conseguentemente premiato, quelle operazioni di M&A la cui importanza sia certificata da un intermediario bancario specializzato e con elevata reputazione internazionale.

Gli studi e le analisi condotte hanno consentito di separare la Superior Deal Hypothesis rispetto al Certification Role e di evidenziare come quest'ultimo, in una fase di crisi finanziaria, sia più rilevante ai fini della creazione di valore per gli azionisti.

In altri termini: assunta una immutabile capacità delle migliori banche d'affari di selezionare e strutturare i migliori deal, negli attuali contesti di mercato, caratterizzati da pessimismo e incertezza (cosiddetto Bearish), è emerso che i mercati tendono a riporre la loro fiducia e a concentrare il loro interesse verso quelle operazioni di M&A assistite e validate da advisor di primario standing internazionale. Successivamente al fallimento della Lehman il processo di creazione di valore per effetto

³ Come suggeriscono Rhee e Valdez (2009), maggiore visibilità conduce a un maggior potenziale danno reputazionale.

del Certification Role appare, quindi, incontrovertibile. Allo stesso modo, poiché i rendimenti post fallimento Lehman appaiono positivi sia per la Target sia per la bidder, è possibile supporre l'esistenza di una Superior Deal Hypothesis, mentre la partecipazione di quest'ultima alla creazione di valore per gli azionisti, ante fallimento Lehman, non è altrettanto ravvisabile.

2. Le operazioni di M&A il ruolo dell'advisor e il contributo offerto nella creazione di valore

Le teorie a supporto della scelta dell'advisor. L'ipotesi alla base della decisione di affidarsi a una banca d'affari risiede nel maggior contributo che questi intermediari finanziari sono in grado di fornire ai propri clienti nella fase di selezione e identificazione delle migliori Target: Servaes e Zenner (1996), nel loro originale contributo in materia, evidenziano che le aziende intenzionate ad acquisire il controllo di un'altra impresa sono solite avvalersi di un advisor quando la transazione è percepita come complessa e quando i manager non beneficiano di una pregressa esperienza maturata con altre acquisizioni.

Altra letteratura (Capizzi, 2007a) individua quattro filoni teorici per spiegare come la maggior parte delle transazioni societarie, nella pratica, veda sempre il coinvolgimento di intermediari finanziari che offrono servizi di supporto (advisory), rispettivamente, al venditore e all'acquirente. Un primo contributo basa i processi di scelta sulla maggiore capacità degli intermediari finanziari di ridurre i costi di transazione caratterizzanti il mercato della riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese⁴. Un secondo filone di studi rinviene nella presenza di elevate asimmetrie informative l'elemento che incoraggia la richiesta di consulenza, in ragione della superiore abilità ed efficienza degli intermediari finanziari nel raccogliere, produrre e gestire le informazioni in merito ad aspetti rilevanti sui quali normalmente divergono gli interessi delle controparti impegnate nel deal⁵. Una terza teoria, giustifica la necessità di rivolgersi a un advisor con il bisogno di un «effetto certificativo» fornito da questi ultimi⁶. Infine, alcuni studi suggeriscono che la richiesta di assistenza di intermediari specializzati sia alimentata dalle relazioni multiperiodali banca-impresa: le commissioni legate all'attività di advisory a supporto delle operazioni di M&A includono spesso una sorta di «premio alla relazione» riconosciuto a quella banca d'investimento che ha già prestato servizi di advisory a una data impresa in occasione di precedenti operazioni di M&A (Capizzi, 2007a)⁷. Vi sono, inoltre, delle ulteriori evidenze empiriche che sembrerebbero dimostrare come anche la reputazione e l'expertise siano dei fattori importanti da considerare e da inserire in un simile contesto di relazioni multiperiodali; esisterebbe, in altri termini, una relazione di proporzionalità diretta tra il tasso di completamento con esito positivo di una data operazione di M&A e la qualità degli intermediari coinvolti: i migliori advisor (le top-tier investment bank), quelli cioè con le maggiori quote di mercato e le più elevate commissioni applicate alla clientela corporate, genererebbero valore aumentando la probabilità che una data transazione si concluda con esito favorevole⁸. Non stupisce, pertanto, il fatto che alcuni autori, sulla base di specifiche analisi empiriche condotte su campioni molto ampi di transazioni societarie, abbiano trovato che le imprese siano più disposte a cambiare advisor quando non si servono dei migliori intermediari, rivolgendosi piuttosto a opera-

⁴ Per un'efficace sistematizzazione dei contributi più rilevanti in tema di teoria dell'intermediazione finanziaria, cfr. Santomero (1984), Chan, Greenbaum e Thakor (1986), Hellwig (1991), Bhattacharya e Thakor (1993), Freixas e Rochet (1997), Allen e Santomero (1999).

⁵ Come evidenziato da Servaes e Zenner (1996), le banche d'affari si preoccupano degli aspetti tecnici relativi alle transazioni: raccolgono e processano le informazioni disponibili riguardanti le aziende coinvolte nella transazione, suggeriscono le opzioni migliori in termini di strutturazione dell'operazione, assistono le proprie aziende clienti nella negoziazione dei termini del deal, forniscono un'opinione (fairness opinion, se richiesta) con riferimento alla congruità del prezzo negoziato.

⁶ Tra gli altri, cfr. Bower e Miller (1990), McLaughlin (1992).

⁷ Allen et al. (2004) hanno approfondito i temi del cosiddetto certification effect e della relazione cliente-consulente e li hanno estesi al «ruolo» delle banche commerciali nelle operazioni di M&A.

tori con minore reputazione rispetto a quella riconosciuta alle top-tier investment bank (Saunders e Srinivasan, 2001).

Il ruolo dell'advisor nella creazione di valore. In letteratura, esiste una grande quantità di ricerche e di analisi sul ruolo e sul contributo delle banche d'affari nelle operazioni di M&A⁹. L'evidenza empirica suggerisce che le banche d'affari giocano un ruolo fondamentale nel delineare, strutturare e portare a termine le operazioni e che la loro esperienza e reputazione influenza gli esiti delle transazioni, in termini creazione di valore e ricchezza degli azionisti (Iannotta, 2010). Bowers e Miller (1990) hanno mostrato come i top advisor sono in grado di individuare transazioni che riescono a sprigionare un volume di sinergie maggiore, ma non sono in grado di influenzare la negoziazione in modo da permettere che il proprio cliente si appropri di una porzione maggiore di quest'ultime. Gli autori hanno, inoltre, verificato come la creazione di ricchezza sia maggiore nei casi in cui almeno una società tra Target e Acquirer si avvalga del supporto di una di queste banche. Il risultato, quindi, pone una forte enfasi sull'importanza della credibilità (reputazione) degli advisor nell'ambito delle operazioni di M&A. Hunter e Walker (1990) hanno evidenziato che la ricchezza generata dalle fusioni aziendali è positivamente correlata alle fee¹⁰ e ad alcune variabili espressione dell'impegno delle banche profuso in qualità di advisor. Di parere contrario sono Michel, Shaked e Lee (1991)¹¹ e McLaughlin (1992): i primi evidenziano nel loro studio che le società assistite da advisor «minori» hanno conseguito significativi ritorni per i loro azionisti, in termini di cumulative abnormal returns (Cars); il secondo che gli Acquirer che si avvalgono di banche d'affari con una reputazione relativamente più bassa offrono premi significativamente più bassi e godono di una maggiore performance solamente nell'intervallo temporale circostante l'annuncio¹². Servaes e Zenner (1996), invece, hanno esaminato il ruolo delle banche d'affari in acquisizioni basate negli Stati Uniti in un periodo che va dal 1981 al 1992, osservando, dall'analisi del loro campione, che né l'utilizzo di un advisor in generale né l'utilizzo di un advisor di prima fascia ha delle ripercussioni sugli abnormal returns all'esito dell'annuncio dell'operazione. Inoltre, secondo i due studiosi, è più probabile che le aziende intenzionate ad acquisire si avvalgano di advisor quando la transazione è complessa e quando non beneficiano di una pregressa esperienza maturata con altre acquisizioni. Tuttavia, visti i risultati non significativi della loro analisi, i due studiosi osservano che, avendo incluso nel campione utilizzato per il loro studio solo le più grandi acquisizioni per ciascun anno del periodo considerato, potrebbero aver basato la propria ricerca su un campione non rappresentativo di tutte le transazioni.

Successivi studi, come Hunter e Jagtiani (2003) e Ismail (2010), hanno invece evidenziato risultati discordanti. Ismail (2010), tuttavia, ha rinvenuto forti evidenze empiriche a supporto dell'ipotesi di maggiore creazione di valore quando l'analisi viene rivolta alle Target. Infine, in un recente lavoro di Golubov et al. (2012), avente per oggetto le sole transazioni avvenute tra società quotate, è stato riscontrata una significativa evidenza empirica a sostegno dell'effetto positivo fra reputazione dell'advisor e ricchezza generata per gli azionisti. La rassegna appena condotta, sia pure sinteticamente, rende dunque rilevante, in termini di contribuzione agli studi esistenti in materia, il tentativo di approfondire attraverso la specifica analisi empirica al centro del presente lavoro la ricerca e la verifica dell'esistenza di una relazione diretta a causale fra reputazione dell'investment bank prescelta

⁸ *Ibid.*

⁹ Appare opportuno, sin d'ora, premettere che i risultati dell'indagine «qualità degli advisor-performance conseguite» a cui pervengono i diversi autori citati nella presente rassegna risultano sensibilmente influenzati da diversi aspetti quali, ad esempio, le modalità di classificazione degli intermediari, il periodo in cui la ricerca è stata condotta, il campione utilizzato per le proprie indagini statistiche, ecc. Ad esempio Rau (2000) e McLaughlin (1992) hanno utilizzato una classificazione statica per determinare la qualità delle banche del proprio campione e hanno mantenuto la classificazione fissa per tutto il periodo del loro campione. Walter, Yawson e Yeung (2008), a tal proposito, hanno cercato di superare le critiche avanzate ai vari studi. Innanzitutto classifica gli advisor in un'ottica dinamica, in cui la qualità degli stessi può variare di anno in anno. Inoltre, riconoscono la complessità del deal come elemento importante nell'influenzare la performance dell'acquisizione. La non univocità dei risultati è ad esempio sottolineata da alcuni autori (ad esempio, Bao e Edmans, 2011), i cui risultati, sembrano supportare l'ipotesi di un'esecuzione passiva delle operazioni,

come advisor e rendimenti prodotti per gli azionisti delle aziende coinvolte in una data operazione di M&A.

3. L'analisi empirica

La research question. La maggior parte delle verifiche empiriche sul ruolo delle banche d'affari nelle operazioni di M&A hanno avuto quale obiettivo la verifica dell'esistenza della Superior Deal Hypothesis: quest'ultima sintetizza, come anticipato, la maggiore capacità di alcuni intermediari finanziari specializzati, e dotati di una migliore reputazione sul mercato, sia di selezionare e identificare i migliori deal¹³ sia di elaborarne le migliori architetture, contribuendo così a incrementare la potenziale creazione di valore insita in un'operazione di finanza straordinaria (Ismail, 2010).

Secondo tale ipotesi esiste quindi una relazione diretta e positiva tra la reputazione delle banche d'affari impegnate nel deal e i ritorni azionisti delle società coinvolte. L'idea si fonda, quindi, sulla circostanza che le top investment bank siano in grado di fornire servizi di qualità superiore. Considerando che la qualità dei servizi resi nell'industria dell'investment banking dipende in modo critico dall'esperienza di cui gode una banca (Ma, 2006), si desume la ragione dell'importanza del ruolo delle league table¹⁴ nel misurare il capitale reputazionale delle banche. Le principali investment bank che sono state più assiduamente coinvolte hanno avuto modo di confrontarsi con molteplici settori, paesi e clienti acquisendo conseguentemente un elevato livello di specializzazione e di know-how. Inoltre, grazie alla maggiore esperienza accumulata, i banker delle top investment bank dovrebbero disporre di capacità negoziali superiori che comporterebbero migliori risultati per i propri clienti.

Secondo poi una alternativa classe di spiegazioni teoriche (le Certification Hypothesis), che fanno diretto riferimento al concetto di reputation e di certification role svolto dall'intermediario finanziario, le investment bank che si confermano nelle prime posizioni delle league table dovrebbero ridurre significativamente l'incertezza dei mercati sull'effettiva qualità dell'operazione.

Il presupposto alla base dell'analisi empirica si può ricondurre alla circostanza che nel periodo antecedente alla crisi finanziaria ed economica mondiale (il periodo pre Lehman), caratterizzato da un mercato in forte crescita e da un'intensa attività di M&A, la reputazione delle banche non fosse necessariamente garanzia di crescenti ritorni per gli azionisti, in quanto il mercato era meno selettivo, con il risultato che il Certification Effect non generava effetti rilevanti sul valore creato dalle operazioni di M&A. All'opposto, in un contesto economico fortemente depresso nel quale le preferenze degli operatori si concentrano su strategie di efficientamento e razionalizzazione a scapito di ipotesi di crescita dimensionale per linee esterne, è verosimile attendersi un'accentuazione del ruolo delle banche nel certificare il valore di una determinata transazione, anche alla luce del fatto che in un periodo, quale quello post Lehman, caratterizzato da una crescente incertezza, la presenza di una top tier dovrebbe realmente fungere da elemento di assicurazione per il mercato.

Poste tali premesse, obiettivo che si vuole indagare è se l'esistenza della Superior Deal Hypothesis sia confermata ante e post fallimento della Lehman Brothers e se, in quale misura, la stessa abbia risentito del mutato scenario di mercato successivamente al radicarsi della crisi finanziaria.

in cui le banche non forniscono veri e propri servizi di consulenza con valore aggiunto, ma si limitano a seguire le istruzioni date dal cliente.

10 Commissioni pagate alle banche come remunerazione dello sforzo profuso nell'assistere un'azienda in una transazione.

11 L'analisi è stata condotta sulle operazioni buy-side. Buy-side (sell-side), nel gergo dell'investment banking, si riferisce alla parte acquirente (venditrice).

12 In un precedente studio, McLaughlin (1990) ha dimostrato che una porzione rilevante (mediana 80%, media 63%) delle fee è legata al completamento del deal. Un simile scenario viene anche descritto da Rau (2000).

13 Ovvero le controparti, a seconda del «side» in cui opera l'intermediario, dell'operazione.

14 Le league table sono classifiche delle banche d'affari relative a uno specifico business: sono disponibili classifiche per operazioni

Parimenti, obiettivo della presente analisi è quello di verificare quale fra Certification Role e Superior Deal sia il servizio maggiormente ricercato e apprezzato da parte del mercato ai fini del riconoscimento di un maggior rendimento per gli azionisti coinvolti. Tale indagine nasce dalla circostanza che i servizi offerti dall'industria dell'investment banking, nel segmento M&A, abbiano subito un importante cambiamento a causa del mutato contesto di mercato che si è venuto a delineare: ante fallimento Lehman, infatti, i mercati erano in forte crescita e vi era una intensa attività di M&A, la reputazione delle banche non era necessariamente garanzia di crescenti ritorni per gli azionisti in quanto i mercati erano meno selettivi, con il risultato che il Certification Effect non generava effetti rilevanti sul valore creato dalle operazioni di M&A.

All'opposto, in un contesto economico fortemente depresso nel quale le preferenze degli operatori si concentrano su strategie di maggiore efficienza e razionalizzazione a scapito di ipotesi di crescita dimensionale per linee esterne, è verosimile attendersi un'accentuazione del ruolo delle banche nel certificare il valore di una determinata transazione, anche alla luce del fatto che, in un periodo caratterizzato da una crescente incertezza, la presenza di una top tier dovrebbe realmente fungere da elemento di assicurazione per il mercato. Il presente studio è stato condotto analizzando la relazione esistente fra i rendimenti realizzati dagli azionisti coinvolti nelle 229 operazioni di M&A, registrate fra il 15 settembre del 2004 e il 15 settembre del 2012, e la reputation delle banche d'affari coinvolte in qualità di advisor in questi deal. Siamo ricorsi all'utilizzo, quindi, di un test finalizzato a separare il contributo offerto dalla Superior Deal Hypothesis e dal Certification Role al processo di creazione di valore per gli azionisti siano essi sell o buy side. L'ipotesi da verificare empiricamente è rappresentata dalla circostanza che, a seguito del manifestarsi della crisi finanziaria, la maggiore attenzione dei mercati si sia concentrata sul ruolo svolto dai migliori intermediari nel certificare la bontà dell'operazione, posta l'immutata capacità di quest'ultimi di selezionare i migliori deal.

A tal fine sono stati utilizzati due diversi modelli: il primo basato sulla metodologia event study; il secondo su una metodologia regressiva multinomiale.

La costruzione del dataset utilizzato. Allo scopo di testare l'ipotesi di ricerca sopra esplicitata, è stato raccolto un campione di transazioni M&A incluse in un arco temporale di 8 anni, che va dal 15 settembre 2004 al 15 settembre 2012. Ai fini dell'analisi, l'arco temporale è stato suddiviso in due sottoinsiemi, corrispondenti a due periodi tra loro simmetrici: i quattro anni precedenti e i quattro anni successivi al 15 settembre 2008¹⁵. Tale scelta temporale è stata fatta per rendere più omogenei e comparabili i due periodi osservati. I dati sono stati raccolti grazie al provider di dati finanziari («Thomson One Investment banking», Thomson Reuters) e riguardano annunci di operazioni, poi completate, tra società residenti in uno dei paesi dell'Europa occidentale di seguito elencati: Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Islanda, Italia, Lussemburgo, Norvegia, Olanda, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Svezia, Svizzera (gli stessi 18 paesi considerati dallo Stoxx Europe 600 Index, ovvero l'indice di mercato che, come si vedrà in seguito, è stato assunto come benchmark)¹⁶. L'appartenenza a tali paesi risulta rilevante sia per la Target che per l'Acquirer. Il campione iniziale è stato ampliato applicando ulteriori criteri di selezione, al fine di ottenere un dataset con caratteristiche appropriate all'analisi condotta. In particolare, sono state escluse le transazioni:

di M&A, Ipos, emissioni di obbligazioni, ecc. Le banche d'affari ripongono una forte importanza nelle league table, in quanto sono considerate un importante strumento di marketing in quanto non solo evidenziano il posizionamento acquisito dall'intermediario, e quindi la eventuale leadership nel business, ma offrono significative opportunità di captare i deal più grandi e interessanti.

¹⁵ Data in cui veniva posta sotto tutela fallimentare Lehman Brothers.

¹⁶ La scelta di optare per un'indagine calibrata sul mercato europeo rispetto a quello americano risiede nel diverso ruolo che gli advisor possono rivestire in contesti in cui le transazioni straordinarie sono relativamente meno frequenti e dove la «cultura», e quindi l'esperienza, della crescita per linea esterna non è così radicata. Per queste ragioni si ritiene che il ruolo di certifier svolto da parte di una top tier abbia anche maggior valore in Europa rispetto a quanto può avvenire in America.

- a. con un deal value inferiore a 1 milione di euro;
- b. dove Target e Acquirer non fossero entrambe quotate;
- c. che riguardavano l'acquisizione di quote azionarie inferiori al 5% del totale delle azioni della Target.

Inoltre, volendo porre grande attenzione alle transazioni che implicassero il trasferimento del controllo, sono state considerate solo quelle in cui l'Acquirer deteneva inizialmente una quota inferiore al 50% delle azioni e raggiungeva post acquisizione un valore superiore al 50%. Si sono, quindi, escluse dal campione, dovendo studiare la relazione tra gli esiti dell'operazione e la reputazione degli advisor, tutte le transazioni per cui il provider non fornisce indicazioni sull'advisor. La mancanza di questa informazione può essere ricondotta sia a motivi di riservatezza, per i quali non sono stati rivelati i termini dell'operazione e/o i consulenti coinvolti, sia alla facoltà delle società di non avvalersi di consulenti esterni. In letteratura si fa esplicitamente riferimento a tali operazioni definendole in-house deal (Servaes e Zenner, 1996). Infine, per evitare distorsioni nei risultati dovute alla particolare congiuntura economica del più recente dei due periodi osservati, si sono eliminate dal campione tutte le operazioni che coinvolgevano Target o Acquirer appartenenti al settore dei servizi finanziari.

La classificazione delle banche d'affari. Come è stato premesso, le league table rappresentano uno strumento di marketing essenziale ai fini dell'acquisizione dei deal più grandi e importanti.

Per avere evidenza della leadership di una banca, ovvero del suo ranking, in un determinato settore/business, l'unico strumento oggettivo e fruibile è rappresentato appunto dalle league table. Una delle caratteristiche di queste table è che tendono a essere stabili nel medio-lungo termine, soprattutto per quanto riguarda le prime posizioni; in altre parole le leading bank, ovvero le banche che godono di una maggiore reputazione e market share all'interno del settore, occupano costantemente le prime posizioni in graduatoria. Tuttavia, alcuni cambiamenti si sono verificati in concomitanza con la recente crisi finanziaria, la quale ha portato alcune grandi banche (per esempio, Lehman Brothers) al fallimento e ha costretto altre a profonde riorganizzazioni. In merito agli aspetti tecnici, è doveroso rilevare che normalmente sono tre i possibili criteri secondo i quali costruire una league table¹⁷: valore delle operazioni (deal value), commissioni (fee) e numero di operazioni. Il criterio più utilizzato è, di gran lunga, il primo (fonte: Thomson Reuters Sdc).

La letteratura offre diversi spunti per misurare la reputazione delle banche d'affari¹⁸. Nonostante le molteplici e differenti impostazioni metodologiche, e considerando gli studi che nel tempo sono stati prodotti, si ritiene ragionevole considerare come proxy della reputazione e della qualità delle banche d'affari la quota di mercato delle stesse, intesa come controvalore cumulato dei deal seguiti in rapporto al valore totale dei deal in una data area geografica e in un determinato arco temporale.

In particolare, per classificare le banche d'investimento ai fini della presente analisi, sono state implementate due distinte metodologie di lavoro; la prima si basa sui ranking ottenibili direttamente dal provider di dati finanziari (ad esempio, Thomson Reuters); la seconda è più legata alla particolare fisionomia del campione di transazioni utilizzato ai fini dell'analisi empirica e descritto nel paragrafo precedente. Essendo la ricerca focalizzata sull'Europa Occidentale, sono stati innanzitutto

¹⁷ Importanti provider di informazioni di carattere finanziario come Bloomberg o Thomson Reuters, che registrano e archiviano in grandi database gli accadimenti nei mercati finanziari, permettono di ottenere, in modo molto semplice, ad hoc league table per predeterminati archi temporali e specifiche aree geografiche.

¹⁸ Megginson and Weiss (1991), nel loro lavoro concernente le operazioni di Ipo, si basarono sulla quota di mercato effettiva mentre Bowers e Miller (1990) e Servaes e Zenner (1996), sempre sulla base della market share, divisero le banche in due gruppi: top tier (le prime 5 banche) e second tier (tutte le altre) a seconda della quota di mercato nel mercato del controllo societario nel periodo del campione utilizzato. Rau (2000) si basò invece su tre livelli di reputazione. Alternativamente, Carter e Manaster (1990), con specifico riguardo alle operazioni di Ipo, dedussero la reputazione delle banche d'investimento dalla posizione delle stesse nei tombstone presenti sui quotidiani finanziari. Carter, Dark, e Singh (1998) hanno mostrato che la quota di mercato (intesa come variabile continua), la classificazione a tre livelli e la classificazione dedotta dai tombstone sono altamente correlate per quanto riguarda il mercato delle Ipos.

rilevati dalla sezione «M&A League Tables» di Thomson Reuters i ranking annuali, basati sui deal value cumulati delle operazioni annunciate in ciascun anno dell'arco temporale del campione. Calcolando il valore medio dei ranking riportati in ciascun anno del periodo di riferimento 2004-2012, si è arrivati a delineare una classificazione assoluta delle banche d'affari. La tavola 1 evidenzia i risultati dell'applicazione della metodologia in questione ai fini della costruzione del ranking delle investment bank¹⁹. Le prime dieci banche vengono, dunque, identificate come top investment bank.

Tavola 1

Ranking delle investment bank sulla base del posizionamento medio nelle league table

Advisor	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	Posizione media	Rank #
Goldman Sachs	1	1	1	7	5	1	2	1	2	2,3	1
Morgan Stanley	2	2	2	3	3	4	1	4	5	2,9	2
Deutsche Bank	3	3	3	2	8	6	10	6	7	5,3	3
Jp Morgan	6	8	7	6	1	7	6	2	6	5,4	4
Citi	9	10	10	4	4	2	4	7	3	5,9	5
Rothschild	10	4	5	8	11	8	5	5	1	6,3	6
Ubs	14	6	12	1	2	5	8	9	13	7,8	7
Bank of America Merrill Lynch	15	13	14	11	6	3	3	3	4	8,0	8
Credit Suisse	7	11	4	5	7	9	11	12	12	8,7	9
Bnp Paribas	5	16	8	12	10	11	7	8	9	9,6	10
Lazard	12	9	6	9	9	15	9	15	10	10,4	11
Nomura	8	15	15	23	15	10	12	10	16	13,8	12
Hsbc	19	7	11	18	20	21	13	14	19	15,8	13
Société Générale	17	5	9	15	12	26	15	22	29	16,7	14
Crédit Agricole	13	12	17	21	19	24	14	13	30	18,1	15
Mediobanca	21	21	26	16	16	14	20	18	14	18,4	16
Rbs	37	31	20	13	23	12	16	16	8	19,6	17
UniCredit	42	19	19	24	25	23	37	21	15	25,0	18
Santander	39	34	37	25	18	13	22	35	24	27,4	19
Leonardo & Co	35	22	33	26	26	25	17	19	46	27,7	20

FONTE: THOMSON REUTERS (ANNI VARI)

La seconda metodologia di lavoro seguita prevede che a ciascuna banca d'investimento presente nel campione di transazioni venga accreditato il deal value di ogni transazione in cui ha partecipato. Nei casi in cui un'azienda (sia Target che Acquirer), coinvolta in un'operazione, si sia avvalsa di più advisor contemporaneamente, il deal value di tale transazione viene attribuito a tutti gli advisor coinvolti. Alla banca che ha ottenuto un deal value cumulato maggiore è stata poi assegnata la prima posizione, alla seconda classificata la seconda posizione e così via, fino alla banca che ha assistito transazioni per il minore valore cumulato. Seguendo tale procedura, si è ottenuto il ranking illustrato nella tavola 2.

¹⁹ A scopo informativo, nella tabella sono rappresentate le posizioni assunte dai vari advisor in ciascun anno, così come riportato da Thomson Reuters.

Tavola 2

Ranking delle investment bank sulla base dell'ammontare dei deal

Advisor	Importo operazione (mln euro)	Posizione
Morgan Stanley	149.172	1
Goldman Sachs	129.131	2
Jp Morgan	128.928	3
Bank of America Merrill Lynch	107.782	4
Citi	104.063	5
Ubs	97.319	6
Credit Suisse	86.064	7
Deutsche Bank	79.422	8
Bnp Paribas	61.722	9
Lazard	56.506	10
Hsbc	39.757	11
Abn-Amro	39.647	12
Rothschild	36.958	13
Société Générale	36.847	14
Santander	25.772	15
Greenhill & Co	20.707	16
Dresdner Kleinwort Wasserstein	18.897	17
Lehman Brothers International	14.410	18
Perella Weinberg Partners	13.722	19
Crédit Agricole	12.194	20

FONTE: THOMSON REUTERS (ANNI VARI)

Per evitare distorsioni, dovute alle particolari scelte effettuate in fase di selezione e costruzione del campione di transazioni e ottenere una valutazione che rispecchi in maniera oggettiva la reputazione delle banche d'affari, si è optato per la prima metodologia, che si fonda sui dati registrati per l'intero mercato dell'M&A nell'Europa occidentale, utilizzando quale metodo di controllo la seconda metodologia di classificazione delle investment bank appena descritta.

L'analisi descrittiva del campione. Seguendo i criteri di selezione delineati in precedenza (sottoparagrafo «La costruzione del dataset utilizzato»), è stato ricavato un campione di operazioni di M&A sufficientemente eterogeneo composto complessivamente da 229 osservazioni²⁰.

In particolare, tali osservazioni si dividono in 68 transazioni annunciate successivamente alla data del fallimento di Lehman Brothers e 161 transazioni annunciate precedentemente al fallimento. La differenza in termini di numero di transazioni tra un periodo e l'altro fornisce

un'idea del calo di attività che ha caratterizzato il mercato delle operazioni straordinarie all'indomani del fallimento Lehman e della conseguente crisi innescata sui mercati finanziari e reali²¹.

Suddividendo Target e Acquirer secondo il settore di appartenenza (macro-industry)²², si può osservare come le transazioni abbiano avuto per oggetto società operanti in diversi campi di attività (tavola 3). In particolare, si noti come nei quattro anni precedenti al fallimento di Lehman Brothers erano predominanti le transazioni che avevano a oggetto Target appartenenti al settore dell'alta tecnologia, mentre nei quattro anni successivi questa tipologia di transazioni ha subito un brusco calo (87,5% in meno) passando da 40 (pre Lehman) a 5 (post Lehman). Confrontando i due periodi è possibile notare anche un sensibile calo anche nelle transazioni volte ad acquisire società appartenenti ai settori «Beni di consumo» e «Alimentare». Soprattutto per queste ultime, ad esempio, a cavallo dei due periodi, si riscontra un significativo calo delle transazioni che passano da 13 a 2 (riduzione dell'85% circa). Una possibile spiegazione di tale tendenza si può trovare nella generale riduzione dei consumi a livello macro che può aver frenato la crescita dei settori legati, in modo particolare, al reddito disponibile e alla propensione al consumo degli individui. Al contrario, è riscontrabile un certo equilibrio nelle operazioni di M&A che puntano all'acquisizione di società appartenenti al settore Energia o al settore Healthcare.

²⁰ L'effetto indotto dalla presenza outlier è stato depurato attraverso la tecnica del trimming data. Considerata la natura del campione osservato, si è ritenuto corretto optare, fra le diverse soluzioni suggerite, per l'applicazione della tecnica in oggetto (ad esempio media interquartile), per l'eliminazione dei valori estremi nelle due code della distribuzione.

²¹ Dal 2008, gli effetti della crisi del mercato dei mutui subprime e di una recessione globale iniziarono a farsi sentire anche nel mercato delle acquisizioni societarie. Infatti, la recessione, che iniziò nel gennaio del 2008, da un lato portò un gran numero di società a sospendere i propri piani di espansione basati sulle acquisizioni aziendali; dall'altro, la crisi finanziaria, limitando notevolmente l'accesso al credito, impose anche alle società che erano intenzionate a continuare lungo il percorso della crescita esterna di interrompere le operazioni in corso o di rinegoziarle i termini. Alla fine, un gran numero di operazioni in agenda furono cancellate e abbandonate.

²² La suddivisione per settore di appartenenza è stata eseguita basandosi sulla categorizzazione per macro-industry fornita da Thomson Reuters.

Tavola 3

Numero delle transazioni per tipologia di settore (periodo intero, ante e post fallimento Lehman)

Industria	Pre Lehman		Post Lehman		Intero periodo	
	Target	Acquirer	Target	Acquirer	Target	Acquirer
Energia	11	12	9	9	20	21
Industria	18	21	13	14	31	35
Alta tecnologia	40	28	5	6	45	34
Telecomunicazioni	7	18	4	3	11	21
Retail	9	11	4	4	13	15
Healthcare	11	9	9	7	20	16
Media	10	12	3	6	13	18
Real Estate	9	8	5	5	14	13
Materiali	16	16	9	9	25	25
Beni di consumo	17	16	5	2	22	18
Alimentare	13	10	2	3	15	13

Analizzando la tavola 4, si può notare che, mediamente, sono più le società che non si avvalgono di un advisor di primo livello rispetto a quelle che ne richiedono uno. Tuttavia, considerando che abbiamo classificato come first-tier advisor solo dieci banche d'affari è, comunque, sorprendente notare come queste ultime vengano prese in considerazione, nell'arco dell'intero intervallo temporale, nel 41 e nel 46% dei casi, rispettivamente per Target e Acquirer. Osservando nel dettaglio sempre la tavola 4, è inoltre curioso osservare che, mentre la richiesta di first-tier bank da parte delle società acquirenti si è mantenuta stabile nel passaggio dal periodo pre Lehman al periodo post Lehman, la richiesta di advisor, con elevata reputazione, da parte delle società Target è notevolmente diminuita nel periodo post fallimento (quello in cui ha dilagato la crisi finanziaria). In particolare, rispetto a una media del 41% sull'intero arco temporale di otto anni, solo il 29% delle 68 società Target del campione nel periodo post Lehman ha cercato supporto in un top advisor. Una spiegazione di tale fenomeno potrebbe risiedere nella necessità, dovuta alla particolare congiuntura economica, di rivolgersi a consulenti che richiedono commissioni relativamente più basse²³.

Tavola 4

Presenza di un top-tier advisor sell-buy side (periodo ante e post fallimento Lehman)

	Pre Lehman	Post Lehman	Intero periodo
Target con top-tier advisor	75	20	95
%	47	29	41
Target senza top-tier advisor	86	48	134
%	53	71	59
Acquirer con top-tier advisor	76	29	105
%	47	43	46
Acquirer senza top-tier advisor	85	39	124
%	53	57	54

²³ Questa ipotesi avvalorata la tesi di Saunders e Srinivan (2001), secondo cui i top advisor richiedono generalmente commissioni più elevate degli advisor di seconda fascia).

Si osservino ora le caratteristiche del campione in termini di dimensioni delle operazioni, utilizzando come proxy i deal value delle stesse. Nella tavola 5 si può notare come, nell'intervallo temporale corrispondente ai quattro anni del campione post crack Lehman, le dimensioni delle transazioni risultino notevolmente ridotte rispetto al periodo pre crisi. Si passa da un deal value medio di 1.606 milioni di euro pre crack a 466 milioni di euro post crack. Questo enorme divario si può spiegare attraverso la circostanza che post crack (nel periodo caratterizzato dalla crisi finanziaria globale) si sono ridotte notevolmente le dimensioni massime, su scala globale, delle transazioni (tavola 5). La transazione più importante per dimensioni avvenuta prima del fallimento di Lehman Brothers corrisponde a un deal value di 26.225 milioni di euro contro un valore ben inferiore, pari ad appena 3.416 milioni di euro, di quella, inclusa nel campione, avvenuta successivamente al 15 settembre 2008.

Tavola 5

Analisi del campione: numero di deal e importo delle transazioni nel periodo pre e post crisi, e durante l'intero orizzonte temporale considerato

Periodo	Statistiche descrittive (dati in mln di euro)					
	N. osservazioni	Media	Mediana	Minimo	Massimo	Range
Pre Lehman Default	161	1.606	228	2	26.225	26.223
Post Lehman Default	68	466	134	2	3.416	3.414
Intero periodo	229	1.267	229	2	26.225	26.223

Inoltre, considerando le dimensioni dei deal in relazione alla presenza o meno di top-tier advisor, si può osservare come le banche d'affari di primo livello, ossia con maggiore standing reputazionale, vengano maggiormente impiegate in transazioni di dimensioni relativamente maggiori sia per quanto riguarda la parte sell sia per quanto riguarda la parte buy-side.

Passando ad analizzare i dati relativi alla tavola 6, in cui sono riepilogate le statistiche relative ai deal size (ante e post Lehman, relative alle società Target e alle bidder), si evince come il fenomeno per cui le top-tier bank vengono impiegate in transazioni di maggiori dimensioni valga in tutti gli intervalli temporali considerati. Dal lato delle società Target, in generale (senza considerare la suddivisione nei due periodi), un top advisor ha prestato servizi di consulenza in transazioni con un deal value medio di 2.756 milioni di euro mentre non è stato ingaggiato (o non ha accettato di offrire i propri servizi) per transazioni relativamente minori, che complessivamente risultano in un deal value medio di 212 milioni di euro. Inoltre, la tavola conferma le conclusioni relative alla diversa dimensione delle transazioni con riferimento ai due periodi tra loro simmetrici. Il valore medio delle operazioni, supportate da una top investment bank, passa infatti da 3.198 a 1.095 milioni di euro, rispettivamente pre e post crack. Un fenomeno simile si riscontra anche dal lato delle bidder. Anch'esse, in generale, si sono avvalse di top investment bank per transazioni con dimensioni relativamente maggiori. Nel dettaglio, con riferimento all'intero periodo temporale coperto dal campione, si osserva come il valore medio dei deal supportati da almeno una banca d'affari di primaria im-

portanza sia di 2.366 milioni di euro contro un deal value medio di 337 milioni di euro per i deal che non hanno visto la presenza di una top investment bank.

Inoltre, si noti che il ridimensionamento dei deal value nel passaggio da un intervallo temporale all'altro (rispettivamente pre e post crack Lehman) è confermato anche dall'analisi relativa alle società acquirenti. Tuttavia, è curioso notare che tale differenza, nella dimensione media delle operazioni, non è così evidente in caso di assenza di un top advisor. Ciò conferma l'ipotesi per cui le imprese sono più propense a richiedere l'aiuto di una top investment bank nel caso di operazioni di M&A complesse e di dimensioni relativamente maggiori (Servaes e Zenner, 1996).

Tavola 6

Statistiche descrittive relative alle operazioni concluse (Deal size) per le Target e le Bidder

Statistiche relative alle Target (dati in mln di euro)				Statistiche relative alle Acquirer (dati in mln di euro)			
Pre Lehman	Assenza di top-tier advisor	Media	217	Assenza di top-tier advisor	Media	410	
		Mediana	88		Mediana	104	
		Minimo	2		Minimo	2	
		Massimo	2.711		Massimo	16.910	
		Range	2.709		Range	16.908	
	Presenza di top-tier advisor	Media	3.198	Presenza di top-tier advisor	Media	2.944	
		Mediana	837		Mediana	802	
		Minimo	18		Minimo	14	
		Massimo	26.225		Massimo	26.225	
		Range	26.207		Range	26.211	
Post Lehman	Assenza di top-tier advisor	Media	204	Assenza di top-tier advisor	Media	178	
		Mediana	64		Mediana	62	
		Minimo	2		Minimo	2	
		Massimo	2.822		Massimo	2.012	
		Range	2.820		Range	2.010	
	Presenza di top-tier advisor	Media	1.095	Presenza di top-tier advisor	Media	853	
		Mediana	644		Mediana	357	
		Minimo	25		Minimo	6	
		Massimo	3.416		Massimo	3.416	
		Range	3.392		Range	3.411	
Intero periodo	Assenza di top-tier advisor	Media	212	Assenza di top-tier advisor	Media	337	
		Mediana	76		Mediana	88	
		Minimo	2		Minimo	2	
		Massimo	2.822		Massimo	16.910	
		Range	2.820		Range	16.908	
	Presenza di top-tier advisor	Media	2.756	Presenza di top-tier advisor	Media	2.366	
		Mediana	809		Mediana	671	
		Minimo	18		Minimo	6	
		Massimo	26.225		Massimo	26.225	
		Range	26.207		Range	26.220	

Il ricorso alla metodologia dell'event study. Al fine di verificare il contributo prodotto dalla reputazione di un top advisor al processo di creazione di valore per l'azionista coinvolto in un'operazione di M&A, si è deciso il ricorso alla metodologia dell'approccio tipico dell'event study²⁴.

L'obiettivo dell'analisi è di verificare se la presenza di una top tier investment bank sia in grado di contribuire alla generazione dei cosiddetti Abnormal Returns²⁵ e in che modo tale contributo sia cambiato ante e post fallimento Lehman.

L'idea è che la presenza di una banca d'affari, e in particolar modo di una di prima fascia, contribuisca, con la sua partecipazione, a generare una crescente attesa del mercato e, conseguentemente, una maggiore attenzione da parte di quest'ultimo sull'operazione determinando, in questo modo, una variazione significativa nel regime dei corsi azionari.

L'utilità di tale metodologia deriva dal fatto che la dimensione di una performance «anormale» del corso delle azioni, misurata in corrispondenza di un determinato evento aziendale, può fornire una misura dell'impatto che questo evento determina nella ricchezza degli azionisti di una determinata azienda (Kothari e Warner, 2007), assunta come valida l'ipotesi di mercati efficienti, secondo la quale i prezzi riflettono tutte le informazioni pubblicamente disponibili (Fama, 1970).

Ai fini della presente analisi, tutte le osservazioni considerate nel campione corrispondono a eventi (annunci di M&A) avvenuti in momenti separati: il primo annuncio al pubblico di una determinata operazione di M&A è la data più appropriata per misurarne gli impatti (Halpern, 1983).

La metodologia standard dell'event study si articola in più fasi, ossia:

- a. nella definizione dell'evento di interesse e nella identificazione del periodo di tempo (event window) sul quale si esaminerà l'impatto che l'evento ha avuto sul prezzo delle azioni;
- b. nella stima del rendimento atteso;
- c. nel calcolo del rendimento anormale;
- d. nella verifica dell'ipotesi nulla e nell'interpretazione dei risultati.

Per verificare l'esistenza di rendimenti anormali, è necessario definire un parametro di riferimento (benchmark) per la stima dei rendimenti azionari «normali» (non condizionati da un particolare evento)²⁶. Si può notare come, in letteratura, si trovano molteplici modelli, associati alla metodologia event study, per stimare gli expected return, i quali portano a differenze anche significative nella stima degli abnormal. In questa sede, si fa particolare riferimento a due modelli: il constant mean return model e il market model. Il primo assume il rendimento medio del titolo considerato come costante nel tempo; il secondo associa il rendimento del titolo al rendimento del relativo portafoglio di mercato e si basa sull'assunzione di normalità dei rendimenti. Diversi autori (Panayides e Gong, 2002; Davidson, Dutia e Cheng, 1989) hanno dimostrato che il market model fornisce la misura più accurata degli abnormal return.

Considerando che l'evento di interesse è l'annuncio di un'operazione di fusione o acquisizione aziendale in presenza di una banca d'affari di primario standing, va da sé che lo studio degli eventi si è basato su dati con frequenza giornaliera (Brown e Warner, 1985)²⁷. Per quanto riguarda la stima²⁸ dei parametri α (Alfa) e β (Beta) del titolo *i*-esimo²⁹, è stata utilizzata una finestra temporale (estimation window)³⁰ di 150 giorni³¹ antecedenti all'event date (data dell'annuncio dell'operazione), al fine di evitare eccessive contaminazioni derivanti dagli effetti della diffusione di eventuali rumor sull'operazione.

²⁴ L'event study è un metodo di analisi che permette, tramite l'esame del comportamento del prezzo delle azioni, di stimare l'impatto generato da un determinato evento aziendale.

²⁵ È opportuno ricordare che gli abnormal return possono manifestarsi anche prima dell'effettivo annuncio solitamente a causa di fuoriuscite di informazioni riservate e/o a causa di un'anticipazione dell'evento da parte del mercato (Keown e Pinkerton, 1981). Tuttavia, poiché il mercato non è in grado di anticipare totalmente un evento, l'osservazione di un andamento anormale nel corso azionario viene solitamente attribuito all'evento stesso.

²⁶ La scelta del benchmark è ricaduta sullo Stoxx Europe 600 Index, un sottoinsieme dello Stoxx Global 1800 Index. Con un numero fisso di 600 componenti, lo Stoxx Europe 600 Index rappresenta un insieme di imprese, di piccola, media e grande capitalizzazione, appartenenti ai seguenti 18 paesi dell'Europa: Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Islanda, Italia, Lussemburgo, Norvegia, Olanda, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Svezia e Svizzera (Fonte: www.stoxx.com). Inoltre

Inoltre, particolare attenzione è stata impiegata per verificare se, durante l'intero arco temporale considerato per la stima dei parametri, le aziende i -esime non avessero intrapreso o non fossero state oggetto di altre operazioni di finanza straordinaria. In particolare, quelle che rientravano in una tale fattispecie sono state eliminate dal campione.

Il primo passo nell'implementare l'analisi è stato quello di effettuare una regressione tra i rendimenti di un determinato titolo i e i rendimenti dell'indice di mercato m (lo Stoxx Europe 600 Index). Assumendo un beta costante per un dato titolo i , calcoliamo il rendimento atteso del titolo i , per ogni giorno dell'event window, secondo la formula seguente:

$$\bar{E}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (1)$$

dove \bar{E}_{it} è il rendimento atteso³² al tempo t , R_{mt} è il rendimento giornaliero dell'indice di mercato m al tempo t , $\hat{\alpha}_i$ e $\hat{\beta}_i$ ³³ i parametri della regressione.

Il rendimento effettivo di un titolo i è definito come:

$$R_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \text{ con } E(\varepsilon_{it}) = 0, E(\varepsilon_{it})^2 = \sigma_\varepsilon^2 \quad (2)$$

Dunque, il rendimento anormale (abnormal return) è definito come la differenza tra il rendimento effettivo di un titolo i (R_{it}), osservato sul mercato in un particolare tempo t (e condizionato dal particolare evento), e il suo rendimento atteso \bar{E}_{it} al tempo t (non influenzato dall'evento). Quindi, l'abnormal return di un titolo i -esimo al tempo t è dato dall'equazione:

$$AR_{it} = R_{it} - \bar{E}_{it} = \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Dove R_{it} è il rendimento effettivo del titolo i al tempo t . L'abnormal return può essere considerato come misura diretta dell'inaspettata variazione di ricchezza degli azionisti in associazione con l'evento. Il rendimento anormale cumulato (Cumulative abnormal return) di un titolo i è dato dalla somma dei rendimenti anormali giornalieri osservati in un dato periodo (event window) $[t_0, t_1]$:

$$Car_i(t_0, t_1) = \sum_{t=t_0}^{t_1} AR_{it} = \sum_{t=t_0}^{t_1} \varepsilon_{it} \quad (4)$$

L'average abnormal return è la media degli abnormal returns calcolati per ciascuna osservazione, per ogni giorno t dell'event window:

$$Aar_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (5)$$

La media dei Car è invece definita come Cumulative average abnormal return:

$$Caar_i(t_0, t_1) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N Car_{i,t_0,t_1} = \sum_{t=t_0}^{t_1} Aar_t \quad (6)$$

Nel presente lavoro, il calcolo dei Car si è basato su una finestra temporale (event window)³⁴ di cinque giorni (Ismail, 2010; Golubov et al., 2012). Questi cinque giorni comprendono: i due giorni precedenti l'annuncio, la data dell'annuncio (il tempo zero) e i due giorni posteriori all'annuncio $(-2, +2)$ ³⁵. La volontà di inserire dati precedenti all'annuncio è legata alla possibilità che si verifichino rumor che possano influenzare i rendimenti azionari³⁶. I dati successivi all'annuncio invece trovano spiegazione nella possibile presenza di un lag temporale tra l'annuncio e la reazione del mercato. Come proposto in altri studi (Luoma, Pynnönen, 2010; Serra, 2002), è stato inoltre condotto un secondo test avente come base un'event window di 10 giorni (5 antecedenti e 5 successivi).

L'ampliamento dell'event window discende da una serie di ragioni: in primo luogo una finestra 2

la scelta di un benchmark che comprende tutti i settori discende anche dal carattere di eterogeneità del campione di transazioni considerato, così come emerso dall'analisi descrittiva.

²⁷ L'obiezione in genere contestata, quando si decide di intraprendere questa scelta, è la non normalità dei rendimenti giornalieri. L'ipotesi che i rendimenti siano distribuiti secondo una gaussiana è, infatti, alla base della metodologia event study.

²⁸ Per l'applicazione di tale metodologia, è necessario stimare i parametri attraverso gli ordinary least square (OLS).

²⁹ I dati, utilizzati nell'analisi, riguardanti i prezzi delle azioni, corrispondono ai prezzi di chiusura giornalieri ufficiali e sono stati scaricati da Datastream.

³⁰ L'estimation window rappresenta l'arco temporale nel quale stimare il rendimento di mercato normale. Questo intervallo è antecedente all'evento per evitare che l'annuncio possa influenzare la stima dei parametri di mercato.

+ 2, tradizionalmente utilizzata per il mercato americano, appare meno idonea per il mercato europeo: l'applicazione di una medesima finestra importerebbe difatti la verifica dell'omogeneità del livello di efficienza di entrambi i mercati. In secondo luogo l'ampliamento della finestra consente di verificare la robustezza dei test condotti, e nello specifico, di verificare se e in che modo ante e post crisi finanziaria i Car abbiano potuto godere di un beneficio legato a un diverso approccio, cura e attenzione dei mercati nella valutazione del progetto di M&A³⁷.

Per verificare che i Car risultanti siano statisticamente significativi si è proceduto con il t-test. Ciò che si intende verificare, ovvero l'ipotesi nulla H_0 , è:

$$H_0 : Caar_{t_0, t_1} = 0$$

$$H_1 : Caar_{t_0, t_1} \neq 0$$

Attraverso l'identificazione del p-value si è stabilito poi se rifiutare l'ipotesi nulla o meno. Nel caso in esame, si è deciso di rifiutare l'ipotesi nulla con un p-value inferiore al livello del 5%, accettando il rischio di commettere un errore di prima specie (rifiutando l'ipotesi nulla quando vera) con una probabilità del 5%. Quando il p-value è inferiore a tale soglia è possibile dire che la media dei Car è statisticamente diversa da 0.

I risultati. I risultati appaiono sostanzialmente in linea con le risultanze di altre ricerche sull'argomento e già evidenziati nel sottoparagrafo «Il ruolo dell'advisor nella creazione di valore», secondo le quali

a giovare dell'operazione di M&A, in termini di extra rendimenti, sono principalmente le Target rispetto alle Bidder per le quali i ritorni conseguiti, qualora non negativi, sono pari a 0. In particolare modo: osservando l'intero arco temporale preso a riferimento si evidenzia che le Target ottengono, in media, un ritorno cumulato del 14,90% (p-value pari a 0,000) mentre gli Acquirer registrano un rendimento praticamente nullo.

I risultati appaiono in questo senso coerenti soprattutto con le risultanze di Ismail (2010), secondo il quale gli extrarendimenti sono maggiormente appannaggio delle Target rispetto agli Acquirer.

Ampliando la finestra temporale i risultati appaiono sostanzialmente in linea con quelli della finestra (-2; +2): i ritorni cumulati delle Target risultano positivi, sebbene lievemente maggiori rispetto a quelli della finestra ridotta, mentre quello degli acquirenti risulta praticamente nullo, come evidenziato nella tavola 7.

Tavola 7

Risultati della metodologia event studied (intero periodo)

Intero periodo		
Finestra (-2; +2)	t	p-value
Car Target	14,898	0,000
Car Acquiror	(0,297)	0,405
Finestra (-5; +5)	t	p-value
Car Target	15,532	0,002
Car Acquiror	(0,120)	0,450
Pre-default Lehman		
Finestra (-2; +2)	t	p-value
Car Target	14,186	0,000
Car Acquiror	0,000	0,979
Finestra (-5; +5)	t	p-value
Car Target	14,812	0,456
Car Acquiror	0,013	0,040
Post-default Lehman		
Finestra (-2; +2)	t	p-value
Car Target	16,580	0,000
Car Acquiror	(1,418)	0,037
Finestra (-5; +5)	t	p-value
Car Target	17,562	0,478
Car Acquiror	0,023	0,231

31 Salvo alcuni casi particolari in cui si è ridotto il periodo in questione a causa della mancanza di dati finanziari, come ad esempio nel caso in cui l'azienda coinvolta nel Deal non era ancora quotata al momento della rilevazione dei dati finanziari.

32 È importante notare che il rendimento atteso delle azioni è stato stimato partendo da un periodo temporale di riferimento, utilizzato per la stima dei parametri, di 150 giorni ovvero dai 170 ai 20 giorni prima dell'evento. Un errore comune in questa tipologia di studi sarebbe stato quello di stimare i parametri attraverso una regressione comprensiva della data dell'evento e di calcolare successivamente gli abnormal return basandosi su tali stime. Questo metodo non rigoroso avrebbe sottostimato gli abnormal return.

33 Come suggerito da Scholes e Williams (1977) il parametro β potrebbe essere stimato al ribasso (downward bias) qualora vi siano delle azioni scarsamente negoziate sui mercati (thinly traded) rispetto all'indice di mercato. In ogni caso come indicato da Bartholdy, Olson e Peare (2006), la stima Ols rimane probabilmente la migliore tecnica per la stima del parametro considerato anche

I risultati relativi ai due sottoperiodi risultano coerenti con quelli dell'intero arco temporale sebbene diversi. In entrambi i periodi le Target registrano Car medi fortemente positivi e significativi, sebbene quest'ultimi appaiano più elevati nel periodo post crack e leggermente inferiori nel periodo pre crack. Ciò potrebbe essere originato da una maggiore prudenza da parte del mercato nel valutare, nel periodo della crisi, operazioni di M&A; maggiore prudenza che avrebbe portato a valutazioni più rigorose e a una maggiore selezione a favore di quelle operazioni potenzialmente generatrici di significative sinergie. Ciò che invece appare interessante ampliando la finestra temporale (-5; +5) sono i risultati relativi al periodo post Lehman Default: sebbene i risultati appaiano in linea in termini di trend con quelli ottenuti impiegando la prima finestra (rendimenti medi delle Target superiori a quelli pre Lehman Default e statisticamente significativi), in questo secondo scenario le Target ottengono delle performance superiori e allo stesso tempo gli Acquirer spuntano rendimenti medi non negativi.

Il miglioramento delle performance in questo secondo scenario appare particolarmente interessante poiché potrebbe sottintendere un generale miglioramento della efficienza dei mercati per effetto di una migliore e più accurata analisi delle operazioni considerate.

Analizzando i Car medi ottenuti da Target e Acquirer, qualora supportate e assistite da first tier bank rispetto allo scenario di assenza di quest'ultime, sia ante che post fallimento Lehman (tavola 8) emerge come le performance realizzate dalle Target nel primo caso appaiano superiori ai rendimenti rilevati nel caso di assenza di una top tier bank. Nello specifico, il rendimento anormale medio cumulato passa rispettivamente dal 13,56 – senza top advisor – al 16,79% in caso di presenza di almeno un top advisor (sempre con un p-value pari a 0,000).

Al contrario, per le bidder si evidenzia, sebbene i risultati non siano statisticamente significativi (p-value sempre superiori al 5%), che i rendimenti conseguiti, nello scenario in cui non si avvalgano di un top advisor, risultano negativi mentre nei casi di presenza di una first-tier investment bank risultano praticamente nulli.

Anche in questo caso le risultanze appaiano coerenti con le ricerche condotte da Bowers e Miller (1990, cfr. sottoparagrafo «Il ruolo dell'advisor nella creazione di valore»).

Tavola 8

Risultati della metodologia event studied (periodo pre e post default Lehman)

Pre-Lehman Defalut			Post-Lehman Defalut		
Finestra (-2; +2)	t	p-value	Finestra (-2; +2)	t	p-value
Car Target	13,558	0,000	Car Target	16,787	0,000
Car Acquiror	(0,933)	0,051	Car Acquiror	0,456	0,390

Queste comparazioni univariate, tuttavia, possono essere fuorvianti in quanto non prendono in considerazione nessun'altra variabile se non la reputazione dell'advisor. Come si è potuto osservare nel sottoparagrafo relativo alla descrizione del campione, per esempio, è emerso che i top-tier advisor vengono impiegati per le transazioni di dimensioni maggiori. Ne consegue, quindi, che sia le variabili firm- che

in presenza di azioni con scambi ridotti. A tal proposito Cowan e Sergeant (1996) evidenziano come gli aggiustamenti proposti da Scholes e Williams non apportino significativi miglioramenti ai valori ottenuti mediante Ols.

34 Per event window: si intende la finestra temporale, comprendente almeno il giorno dell'evento, all'interno della quale si esamina l'impatto che l'evento stesso ha avuto sulla variabile oggetto di analisi (prezzo delle azioni).

35 La finestra temporale utilizzata è quella tipica del mercato americano. Per quello europeo invece la finestra più frequentemente utilizzata è quella 5 + 5. La scelta di utilizzare il primo tipo di finestra temporale, oltre a essere supportata da un'ampia letteratura in materia, poggia sull'assunto che i entrambi i mercati siano assimilabili in termini di livelli di efficienza. Appurare se e quanto il mercato europeo sia più o meno efficiente rispetto a quello americano; ovvero verificare se quest'ultimo, nel corso del tempo, anche per effetto della crisi, abbia accresciuto i propri standard e conseguentemente decidere per l'utilizzo di una diversa finestra temporale, esula dagli obiettivi della presente trattazione rappresentando tuttavia uno spunto di analisi per ulteriore ricerche.

le deal-specific necessitano di essere tenute in considerazione al fine di verificare l'effettiva influenza della variabile «reputazione» sulla nostra variabile dipendente di interesse (il rendimento anormale). A tale proposito, sono stati sviluppati i seguenti modelli di regressioni standard multivariate.

I modelli di regressione. I risultati emersi a seguito dell'utilizzo della metodologia event study evidenziano, da un lato, come il mercato tenda a premiare maggiormente le Target rispetto alle bidder, dall'altro che la presenza di un advisor con maggiore standing, ossia di prima fascia, rappresenti un elemento che concorre, sempre nel caso delle Target, alla realizzazione di un extrarendimento.

Si osservi, tuttavia, che l'idea sottostante di una relazione diretta fra Car e reputazione dell'advisor può essere fuorviante: si è difatti indicato come gli advisor di prima fascia, per effetto della numerosità dei deal realizzati, della conoscenza acquisita, delle capacità negoziali maturate, tendano a essere impiegati nelle transazioni di dimensioni maggiori. Appare, quindi, opportuno, ai fini dell'espressione di un giudizio, indagare il fenomeno analizzando contemporaneamente sia le variabili firm- che quelle deal-specific. Per queste ragioni, ai fini della verifica della relazione tra la reputazione dell'advisor e i Car di bidder e Acquirer, si è optato per l'impiego di un modello regressivo multinomiale (Ols multivariati).

Obiettivo dell'analisi è la verifica dell'impatto sui Car, derivante dall'annuncio di operazioni di M&A, indotto dalla presenza e dallo standing (ad esempio, reputazione) della banca d'affari coinvolta nel deal unitamente ad altre variabili inserite nel modello, quali la dimensione del deal, lo structuring dell'acquisizione (cash o azioni), ecc., e come tale fenomeno vari prima³⁸ e dopo³⁹ il fallimento della Lehman Brothers.

L'equazione utilizzata nel caso in esame è la seguente:

$$Car = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \beta_4 x_4 + \beta_5 x_5 + \beta_6 x_6 + \beta_7 x_7 + \beta_8 x_8 + \beta_9 x_9 + \beta_{10} x_{10} + \varepsilon$$

Per quanto riguarda la variabile dipendente, si è scelto di utilizzare i Car, espressi in percentuale, calcolati su un orizzonte temporale di cinque giorni, corrispondente all'event window (-2,+2) (Ismail, 2010; Golubov et al., 2012). In merito alle variabili indipendenti, si noti come in tutti i modelli di regressione siano state incluse le stesse variabili indipendenti sia per l'analisi concernente le Target che per l'analisi riguardante le società acquirenti. Questa scelta è stata effettuata per rendere più omogenea l'analisi e per testare la variabile relativa alla reputazione della banca/advisor, che si ipotizza significativa a prescindere che l'analisi venga fatta per le Target o per le società Acquirer. Di seguito sono riportate le variabili indipendenti considerate.

- *Top-Tier* – x_1 : questa variabile rappresenta quella di maggiore interesse per la ricerca. È una variabile dummy che assume valore pari a 1 quando una banca d'affari, che ha supportato un'azienda in una transazione del campione, rientra tra le prime dieci posizioni della classificazione delle banche d'affari. Si noti come, quando più di una banca partecipa alla stessa transazione, tale variabile assuma valore pari all'unità se almeno una di esse è una first-tier investment bank.
- *Same Industry* – x_2 : è una variabile dummy che assume valore pari a 1 quando Target e bidder, coinvolte in una particolare operazione di finanza straordinaria, operano nello stesso macro-settore (Morck et al., 1990; Berger e Ofek, 1995).
- *Cross-Border* – x_3 : questa è una variabile dummy che assume valore pari a 1 quando Target e bidder non risiedono nello stesso paese (Allen et al., 2004; Doukas e Travlos, 1988; Kang, 1993).

³⁶ Questa evidenza deriva dalla letteratura precedente: Bradley (1980) dimostra che la reazione del mercato può essere percepita fino a dieci giorni prima della comunicazione al pubblico.

³⁷ Non è da escludere, e merita ovviamente un attento esame e approfondimento, che successivamente alla genesi della crisi finanziaria, per via di un concorso di eventi, quali ad esempio la situazione di tensione che si è venuta a creare nei mercati, vi sia stato un generale miglioramento dell'efficienza informativa dei mercati, ad esempio per via di una migliore attenzione a taluni fenomeni quali insider trading, qualità dell'informazione prodotta, ecc.

³⁸ Si ricorda che tale periodo di quattro anni va dal 15 settembre 2004 al 15 settembre 2008, giorno in cui si avviò la procedura fallimentare per Lehman Brothers.

³⁹ Questo intervallo temporale, sempre di 4 anni, va dal 15 settembre 2008, giorno in cui si avviò la procedura fallimentare per Lehman Brothers, al 15 settembre 2012.

- *Tot Advisors* – x_4 : questa variabile, corrisponde al numero totale di banche d'affari che intervengono nell'operazione a supporto, indifferentemente, di Target o Acquirer (Iannotta, 2010).
- *Deal Value* – x_5 : è il valore della transazione. È una variabile continua. Come la precedente, anche il deal value potrebbe essere indice della complessità dell'operazione. Transazioni di dimensioni relativamente maggiori sono ritenute più complesse dalla letteratura.
- *Toehold* – x_6 : questa variabile è una dummy che assume valore pari a 1 quando l'Acquirer detiene almeno il 5% della Target prima di acquisirne il controllo (Ismail, 2010).
- *Top vs Not* – x_7 : è l'unica variabile che assume valori diversi a seconda che il modello si riferisca al comportamento della Target piuttosto che dell'Acquirer. È una variabile dummy, che assume valore pari a 1 quando ci troviamo di fronte a una situazione in cui una delle controparti dispone di almeno un advisor di primo livello, mentre l'altra parte dispone di soli advisor di seconda fascia. Quando entrambe le controparti si avvalgono di almeno un advisor di primaria reputazione, la variabile assume valore pari a 0.
- *Relative Size* – x_8 : rappresenta il rapporto tra gli assets totali della Target e gli asset totali della bidder (Rajan, Servaes e Zingales, 2000).
- *Cash* – x_9 : è una variabile dummy, che assume valore pari a 1 quando il metodo di pagamento non include azioni (Travlos, 1987; Ismail, 2010). La reazione del mercato si ipotizza quindi migliore nei casi di pagamenti in cash. Una spiegazione deriva dal fatto che i cash deal sono solitamente associati all'emissione di debito, il quale incentiva il management a essere più disciplinato.
- *Stock* – x_{10} : variabile dummy che assume valore pari a 1 quando l'acquisizione viene effettuata tramite uno scambio azionario (Ismail, 2010; Iannotta 2010).

travolge un crack azionario (Ismail, 2010; Iannotta 2010).

Analisi dei risultati relativi alla Target. Il modello di regressione corrispondente al periodo pre crack Lehmann, composto da 161 osservazioni e 10 variabili indipendenti (tavola 9), evidenzia un R_2 del 15,7% (p-value 0,003). Analizzando la significatività delle variabili, si osserva come solo 3 delle 10 variabili considerate risultino essere significative: Stock, Toehold e Cross-Border rispettivamente significative all'1, al 5 e, nei limiti dell'accettabilità, al 10%.

Il coefficiente negativo della variabile Stock, in linea con quanto riscontrato da Ismail (2010), indica che acquisizioni finanziate tramite azioni si traducono in rendimenti inferiori per gli azionisti della società acquisita. Il coefficiente negativo della variabile dummy Toehold indica che la presenza di un «appi-

Tavola 9

Risultati del test di regressione per le Target (periodo ante crack Lehman)

R_2	0,157	
Significatività	0,003*	
R_2 adjusted	0,157	
Parametro	β	Significatività
(Constant)	0,177	0
Top-Tier	(0,002)	0,953
Same Industry	0,001	0,963
Cross-Border	0,049	0,078***
Toehold	(0,075)	0,046*
Deal Value	(0,000)	0,938
Tot Advisors	(0,002)	0,827
Relative Size	0,006	0,602
Stock	(0,109)	0,007*
Cash	0,002	0,967
Top vs Not	0,002	0,97

* Livello di significatività dall'1 al 5%; ** Livello di significatività sino al 10%

glio», in questo caso nella compagine azionaria della Target, rinforzi la posizione della società acquirente in fase di negoziazione. Questo può derivare dal fatto che l'esistenza di una relazione fra Target e Acquirer faciliti una maggiore disponibilità di informazioni e, di conseguenza, riduca eventuali problemi di asimmetrie informative e permetta all'Acquirer di giungere a una migliore e più corretta valutazione della Target.

Di rilievo è l'assenza di una qualche relazione significativa fra reputazione dell'advisor e reazione del mercato: la partecipazione di una banca di affari di prima fascia non incide sulla produzione di extra rendimenti, non consentendo quindi di confermare l'esistenza di una Superior Deal Hypothesis.

Differenti, invece, sono i risultati del modello di regressione (tavola 10) relativo all'intervallo post Lehman. Innanzitutto è da notare il miglioramento della bontà del modello: sia l' R_2 , che arriva al 28,1%, sia l' R_2 adjusted che passa dal 10,1% al 15,5%⁴⁰.

In secondo luogo è importante sottolineare come il modello indichi un effetto fortemente positivo e significativo della reputazione della banca d'affari (advisor) sui rendimenti cumulati anormali della Target: le società assistite da un advisor di prima fascia hanno conseguito in media ritorni medi del 22,7%.

Una possibile spiegazione del perché emerga una relazione positiva fra rendimento e reputation dell'advisor può risiedere nella circostanza che le top bank, ante fallimento Lehman, spingevano frequentemente i propri clienti verso acquisizioni anche lontane dai fondamenti razionali (sui quali dovrebbero basarsi le decisioni riguardanti operazioni di M&A), allo scopo di guadagnare commissioni.

Dall'analisi emerge come l'effetto certificativo garantito delle banche d'affari (soprattutto da quelle

con una credibilità molto elevata) non sia stato efficace in concomitanza con la più recente ondata di M&A.

Passando in rassegna le altre variabili, si osservi, a un livello di significatività del 5%, il segno negativo del coefficiente della variabile Relative Size concernente la grandezza relativa della Target: le operazioni che hanno per oggetto l'acquisizione del controllo e/o l'integrazione di una Target relativamente grande rispetto all'Acquirer sono più complesse e conducono a un'inferiore creazione di valore. Similmente, il coefficiente negativo della variabile legata al numero totale di advisor intervenuti nell'operazione, benché di poco sopra la soglia di significatività del 5%, indica che maggiore è il numero di advisor impegnati nel deal minore è la creazione di valore. La presenza di un numero molto elevato di banche d'affari può discen-

Tavola 10

Risultati del test di regressione per le Target
 (periodo post crack Lehman)

R_2		0,281
Significatività		0,028
R_2 Adjusted		0,155
Parametro	β	Significatività
(Constant)	0,388	0,001
Top-Tier	0,227	0,004*
Same Industry	(0,087)	0,143
Cross-Border	0,057	0,343
Toehold	(0,031)	0,618
Deal Value	(0,000)	0,099**
Tot Advisors	(0,041)	0,055
Relative Size	(0,016)	0,031
Stock	(0,015)	0,847
Cash	(0,107)	0,193
Top Vs Not	(0,002)	0,987

* Livello di significatività dall'1 al 5%; ** Livello di significatività sino al 10%

⁴⁰ Considerando che il numero delle variabili non cambia, l'aumento meno che proporzionale dell' R_2 potrebbe derivare dal numero di osservazioni minore sulle quali si basa il nuovo modello (il campione relativo al periodo post crack è infatti composto da soli 68 soggetti).

dere da una maggiore complessità dell'operazione che si traduce in una maggiore difficoltà nello sprigionare valore attraverso l'operazione.

Infine, seppure border-line rispetto a un livello di significatività del 10%, si noti che la variabile Deal Value presenta un coefficiente nullo. Ovvero, la dimensione dell'operazione non impatta sulla creazione di valore per gli azionisti (tavola 11).

Tavola 11

Confronto risultati ante/post fallimento Lehman per Target

Risultanze modello regressivo Target				
Ante Fallimento Lehman			Post Fallimento Lehman	
	R ₂	0,157	R ₂	0,281
	Significatività	0,003*	Significatività	0,028
	R ₂ adjusted	0,157	R ₂ adjusted	0,155
Parametro	β	Significatività	β	Significatività
(Constant)	0,177	0	0,388	0,001
Top-Tier	(0,002)	0,953	0,227	0,004*
Same Industry	0,001	0,963	(0,087)	0,143
Cross-Border	0,049	0,078***	0,057	0,343
Toehold	(0,075)	0,046*	(0,031)	0,618
Deal Value	(0,000)	0,938	(0,000)	0,099**
Tot Advisors	(0,002)	0,827	(0,041)	0,055
Relative Size	0,006	0,602	(0,016)	0,031
Stock	(0,109)	0,007*	(0,015)	0,847
Cash	0,002	0,967	(0,107)	0,193
Top vs Not	0,002	0,97	(0,002)	0,987

* Livello di significatività dall'1 al 5%; ** Livello di significatività sino al 10%

Analisi dei risultati relativi alle Acquirer: Come nel caso precedente delle Target, anche per le società acquirenti si notano risultati diversi a seconda che il periodo analizzato sia ante o post crack Lehman.

Nello specifico, il modello relativo al periodo precedente il fallimento (tavola 12), nel suo complesso, non risulta significativo⁴¹.

In sintesi: analogamente allo scenario osservato per le Target, anche nel caso dell'Acquirer le risultanze delle analisi condotte avvalorano l'idea che la reputazione dell'advisor rappresenti un fattore importante, determinante nell'influenzare il processo di creazione di valore per gli azionisti.

Come per le Target, anche nel caso delle Acquirer, nel periodo pre Lehman, non si trovano evidenze empiriche per cui la reputazione dell'advisor giochi un ruolo importante nel determinare un maggior rendimento per gli azionisti coinvolti.

⁴¹ Il test F sulla significatività congiunta dei coefficienti della regressione è pari a 1,832, con un p-value associato uguale a 0,06. Non è nemmeno possibile legare tale fenomeno a un problema di dimensioni del campione rispetto al numero relativamente elevato di predittori considerati, in quanto, analogamente al caso delle Target, viene soddisfatta la regola generale, storicamente accettata, per la quale si richiedono almeno 10 soggetti per predittore (Harris, 1985).

Tavola 12

Risultati del test di regressione per le bidder
(periodo ante crack Lehman)

R ₂		0,109
Significatività		0,060
R ₂ Adjusted		0,049
Parametro	β	Significatività
(Constant)	(0,020)	0,206
Top-Tier	(0,012)	0,285
Same Industry	(0,002)	0,866
Cross-Border	(0,000)	0,996
Toehold	0,020	0,096
Deal Value	0,000	0,713
Tot Advisors	0,005	0,084
Relative Size	(0,001)	0,713
Stock	0,016	0,197
Cash	(0,010)	0,454
Top vs Not	0,020	0,149

* Livello di significatività dall'1 al 5%; ** Livello di significatività sino al 10%

Tavola 13

Risultati del test di regressione per le bidder
(periodo post crack Lehman)

R ₂		0,380
Significatività		0,001
R ₂ Adjusted		0,272
Parametro	β	Significatività
(Constant)	0,008	0,77
Top-Tier	0,044	0,032
Same Industry	(0,035)	0,014
Cross-Border	0,012	0,42
Toehold	(0,009)	0,532
Deal Value	0,000	0,676
Tot Advisors	(0,009)	0,104
Relative Size	(0,006)	0,001*
Stock	0,027	0,167
Cash	0,032	0,092
Top vs Not	(0,026)	0,17

* Livello di significatività dall'1 al 5%; ** Livello di significatività sino al 10%

Tornando alle risultanze del modello relativo al periodo antecedente il fallimento Lehman, appare di interesse il segno positivo del coefficiente della variabile Toehold.

Contrariamente a ciò che accade per le Target, le società acquirenti beneficiano di un Toehold nella proprietà delle società che desiderano acquisire: la presenza di una partecipazione non inferiore al 5%, nella compagine societaria della Target si tradurrebbe in un Car, per gli azionisti dell'Acquirer, superiore di due punti percentuali.

L'output che si riferisce al periodo post crack (tavola 13), invece, assume particolare importanza. Rispetto al modello precedente, in questo caso sia l'R₂ che l'R₂ adjusted migliorano sensibilmente passando, il primo, dal 10,9 al 38,0% e il secondo dal 4,9 al 27,2%.

Inoltre il modello evidenzia come gli acquirenti assistiti nella transazione da advisor di prima fascia (maggiore market share) realizzino extra rendimenti di rilievo: Car del 4,4% (p-value associato a 0,032). Coerentemente con la letteratura, che attribuisce alla Target la maggior parte dei benefici di un'operazione, non sorprende che la creazione di valore di cui gode la bidder, avvalendosi di una primaria banca d'affari, sia notevolmente inferiore rispetto a quella della Target.

Come messo in evidenza per le Target, dunque, anche nel caso delle bidder, post Lehman, la ricchezza degli azionisti è positivamente influenzata dall'ingaggio di una top investment bank evidenziando anche in questo caso la possibilità di sostenere l'esistenza di una Superior Deal Hypothesis.

Analizzando i coefficienti delle altre variabili risultate significative, sorprende, invece, il coefficiente negativo della variabile Same Industry: se nella letteratura precedente (Morck et al., 1990; Berger e

Ofek, 1995) veniva dimostrato che la creazione di valore per la società acquirente è maggiore nei casi in cui la Target opera in business correlati a quello della stessa Acquirer, le risultanze a cui si perviene (riduzione di valore per gli azionisti pari al 3,5%) supportano, invece, la tesi di un maggior apprezzamento del mercato per quelle operazioni che determinano una diversificazione del core business aziendale.

Si può osservare infine il valore della variabile Stock: seppur caratterizzata da un p-value elevato, di poco inferiore alla soglia del 10%, il coefficiente positivo indica che le società acquirenti, al contrario delle società acquisite, beneficiano del pagamento tramite azioni. Tale risultato è comprensibile se si pensa che le bidder sono solite offrire pagamenti in azioni limitando in questa maniera l'utilizzo delle proprie disponibilità finanziarie o il ricorso all'uso della Leva (tavola 14).

Tavola 14

Confronto risultati ante/post fallimento Lehman per Acquirer

Risultanze modello regressivo Acquirer				
Ante Fallimento Lehman			Post Fallimento Lehman	
	R_2	0,109	R_2	0,380
	Significatività	0,060	Significatività	0,001
	R_2 adjusted	0,049	R_2 adjusted	0,272
Parametro	β	Significatività	β	Significatività
(Constant)	(0,020)	0,206	0,008	0,77
Top-Tier	(0,012)	0,285	0,044	0,032
Same Industry	(0,002)	0,866	(0,035)	0,014
Cross-Border	(0,000)	0,996	0,012	0,42
Toehold	0,020	0,096	(0,009)	0,532
Deal Value	0,000	0,713	0,000	0,676
Tot Advisors	0,005	0,084	(0,009)	0,104
Relative Size	(0,001)	0,713	(0,006)	0,001*
Stock	0,016	0,197	0,027	0,167
Cash	(0,010)	0,454	0,032	0,092
Top vs Not	0,020	0,149	(0,026)	0,17

* Livello di significatività dall'1 al 5%; ** Livello di significatività sino al 10%

4. Conclusioni

Partendo dalle evidenze empiriche presenti in letteratura, concernenti il ruolo delle banche d'affari nelle operazioni di M&A, si è investigato sulla capacità delle investment bank con migliore reputazione e standing a livello internazionale di offrire, ai propri clienti, servizi di qualità superiore contribuendo in questa maniera a generare una maggiore creazione di valore per gli azionisti coinvolti.

Allo stesso tempo ci si è interrogati su quale dei ruoli che la dottrina riconosce alle banche d'affari come motore per la creazione di rendimenti in eccesso sia quello più richiesto e apprezzato dal mercato.

Per far ciò ci si è focalizzati sulle transazioni avvenute unicamente tra società quotate e relativamente nei periodi ante e post fallimento della Lehman Brothers.

Dall'analisi condotta emerge come, successivamente al default di quest'ultima, alle transazioni condotte da top-tier investment banks siano associati maggiori rendimenti per gli azionisti sia delle società Target che Acquirer, supportando così la tesi dell'esistenza di una relazione diretta e causale fra extra rendimenti e presenza di una top-tier investment bank.

Tuttavia, tali evidenze sono riscontrabili durante la crisi finanziaria mentre nel periodo antecedente al crack di Lehman all'adozione di una banca d'affari con migliore reputazione non è significativamente associabile una maggiore creazione di valore: ciò porterebbe ad asserire che ante fallimento Lehman la Superior Deal Hypothesis non possa essere confermata con assoluta certezza e, similmente, che il Certification Role svolto per il mercato sia invece di primario interesse in un contesto di crescente incertezza dei mercati.

I test e le analisi condotte consentono quindi di separare il diverso contributo offerto dagli intermediari specializzati in operazioni di M&A con maggiore standing, a livello internazionale, a seconda della fase di mercato e in ragione del tipo di servizio offerto: in contesti di mercato ribassisti la presenza delle migliori investment bank non è garanzia di extra rendimenti per gli azionisti. Ciò può essere imputato, verosimilmente alla maggiore enfasi con la quale i mercati prezzavano questo tipo di operazioni e a una conseguente migliore valutazione di queste ultime.

Al contrario, in contesti rialzisti quando le transazioni sono più prudenti e il mercato più incerto, la presenza di una top investment bank rappresenta, per il suo ruolo di certificatore, un elemento di sicurezza per il mercato e un'occasione per la generazione di extra-rendimenti.

In sintesi, posta come immutabile la capacità di selezione e strutturazione dei Deal, in quanto indipendente dal contesto di mercato in cui le operazioni sono realizzate, in presenza di scenari recessivi i mercati sembrano maggiormente apprezzare il ruolo di certificatore che le banche dotate di migliore standing possono garantire per gli investitori, favorendo in questa maniera un miglior apprezzamento dell'operazione e conseguentemente un maggior ritorno per gli azionisti delle società coinvolte.

Il numero di deal processati e il sentiment positivo che caratterizzavano il mercato dei capitali negli anni precedenti lo scoppio della crisi facilmente supportano l'idea che in un tale contesto la reputazione dell'advisor e la certificazione dei deal da questo fornita risultassero di poca importanza. L'atteggiamento irrazionale del periodo pre crack è confermato dal cambiamento del comportamento del mercato avvenuto dopo l'inizio della crisi finanziaria: al radicarsi di quest'ultima il mercato, più attento e razionale, ha riposto maggiore peso e fiducia negli istituti che a cavallo dei due periodi hanno saputo mantenere elevata la propria reputazione, riuscendo a gestire il mercato del controllo societario.

Si noti come, poiché l'accezione «crisi finanziaria» si riferisce a un concetto ben poco definibile in termini spazio-temporali, la ricerca abbia voluto recepire l'idea di un mutato contesto

economico/finanziario identificando nel fallimento di Lehman Brothers il segnale che ha decretato l'inizio di un periodo caratterizzato da profonde mutazioni di carattere strutturale, soprattutto nel settore dell'investment banking.

Si può inoltre osservare come i risultati, almeno per quanto concerne il periodo più recente, avvalorino la tesi (Chemmanur e Fulghieri, 1994) secondo cui le top-tier bank godono di una superiorità nel processare e produrre informazioni utili al fine di ridurre le asimmetrie informative tra i diversi partecipanti al mercato. Ovvero: maggiori sono la reputazione e la credibilità della banca, maggiore è l'effetto di certificazione e validazione del deal da questa fornito.

Aspetto di rilevante interesse, ma che esula dalle finalità della presente pubblicazione, è il contributo che le banche d'affari possono apportare nella determinazione dei multipli di transazioni comparabili e conseguentemente nel maggior potere informativo che questi possiedono.

Come noto, questi ultimi rappresentano i multipli rilevati nell'ambito di operazioni di fusione e acquisizione e, a condizione della perfetta equiparabilità della transazione conclusa con quella oggetto di valutazione⁴², rappresentano una regola del pollice (rule of thumb) frequentemente utilizzata.

Posto che la presenza di top tier bank rappresenta, in ragione dell'effetto certificativo apportato, un elemento di disciplina del mercato idoneo a favorire un miglior apprezzamento delle operazioni di M&A da parte di quest'ultimo, ne consegue che i multipli rilevati in transazioni assistite da advisor di prima fascia dovrebbero, per loro natura, essere maggiormente allineati ai sottostanti di valore, che sono propri dell'azienda oggetto di transazione ed espressione della valenza industriale della stessa, e quindi discostarsi anche significativamente dai multipli di borsa.

Ovviamente la divergenza fra multipli da transazione comparabili e multipli di borsa incide anche sulla determinazione dei premi impliciti.

Infine è stato descritto, nel sottoparagrafo relativo all'event study, che ampliando la finestra temporale sino a 10 giorni, le performance tanto degli acquirenti quanto delle Target sono addirittura superiori a quelle relative a una finestra di 5 giorni complessivi.

In altri termini, appare interessante approfondire se e come la crisi finanziaria abbia in qualche maniera contribuito a migliorare, e attraverso quale via, l'efficienza dei mercati finanziari. Non avendo infine provveduto a introdurre un test con base 10 giorni nello scenario di presenza o assenza di una top tier investment bank con il precipuo scopo di valutare la robustezza dell'effetto certificativo per il mercato appare difficile allo stesso tempo indicare quanto il mercato abbia maggiormente apprezzato la presenza di un advisor di prima fascia nella valutazione delle operazioni presentate.

I risultati esposti nel presente elaborato, infine, meriterebbero ulteriori approfondimenti relativamente alla verifica della robustezza dei test statistici utilizzati: l'applicazione, come nel presente elaborato, di un test parametrico (t test) in presenza di violazione delle ipotesi di normalità potrebbe risultare fuorviante. In questi casi, alcuni autori, suggeriscono l'applicazione di test non parametrici – quali il Rank test, il Sign test, il Generalised sign test (Gst) – che rappresenterebbero un ulteriore strumento di validazione dei risultati ai quali si è prevenuti.

⁴² In sintesi, sia da un punto di vista di modello di business sia relativamente al profilo della tipologia di acquisizione (maggioranza qualificata; minoranza, ecc.) che di modalità di acquisizione (scambio azionario, cassa, ecc.).

Bibliografia

- Allen F. (1984), «Reputation and Product Quality», in *The Rand Journal of Economics*, Vol. 15, 3, pp. 311-327.
- Allen F., Brealey R.A., Myers S.C., Sandri S. (2007), *Principi di finanza aziendale*, 5ª edizione, McGraw-Hill, Milano.
- Allen L., Jagtiani J., Peristiani S., Saunders A. (2004), «The Role of Bank Advisor in Mergers and Acquisitions», in *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 36, 2, pp. 197-224.
- Bao J., Edmans A. (2011), «Do Investment Banks Matter for M&A Returns?», in *The Review of Financial Studies*, Vol. 24, 7, pp. 2286-2315.
- Berger P.G., Ofek E. (1995), «Diversification's Effect on Firm Value», in *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, 1, pp. 39-65.
- Binder J.J. (1998), «The Event Study Methodology Since 1969», in *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11, pp. 111-137.
- Bartholdy J., Olson D., Peare P. (2006), *Conducting Event Studies on a Small Stock Exchange*, Finance Research Group.
- Bowers H.M., Miller R.E. (1990), «Choice of Investment Banker and Shareholders' Wealth of Firms Involved in Acquisitions», in *Financial Management*, Vol. 19, 4, pp. 34-44.
- Bradley M. (1980), «Inter-Firm Tender Offers and the Market for Corporate Control», in *Journal of Business*, 37, pp. 39-65.
- Brown S.J., Warner J.B. (1980), «Measuring Security Price Performance», in *Journal of Financial Economics*, 8, pp. 205-258.
- (1985), «Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies», in *Journal of Financial Economics*, 14, pp. 3-31.
- Buongiorno M., Conca V. (2007), «I servizi di advisory a supporto delle operazioni di M&A: contenuti, attori e trend di mercato», in V. Capizzi (a cura di), *L'investment banking in Italia*, Bancaria Editrice, Roma, pp. 171-198.
- Capizzi V. (2007a), «Gli intermediari finanziari e i servizi a supporto delle acquisizioni aziendali», in G. Forestieri (a cura di), *Corporate e investment banking*, 4ª edizione, Egea, Milano, pp. 345-387.
- (2007b), «Il settore dei servizi di investment banking in Italia: confini, dimensione e trend di mercato», in V. Capizzi (a cura di), *L'investment banking in Italia*, Bancaria Editrice, Roma, pp. 21-86.
- (2007c) (a cura di), *L'investment banking in Italia. Corporate finance, merchant banking, capital markets e gli altri servizi di finanza strutturata per le imprese*, Bancaria Editrice, Roma.
- Carter R., Dark F., Singh A. (1998), «Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of Ipo Stocks», in *Journal of Finance*, 53, pp. 285-311.
- Carter R., Manaster S. (1990), «Initial Public Offerings and Underwriter Reputation», in *The Journal of Finance*, Vol. 45, 4, pp. 1045-1067.
- Chemmanur T.J., Fulghieri P. (1994), «Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation», in *The Journal of Finance*, Vol. XLIX, 1, pp. 57-79.
- Cowan A., Sergeant A. (1996), «Trading Frequency Event Study Test Specification», in *Journal of Banking & Finance*, 20(10), pp. 1731-1757.
- Davidson W.N., Dutia D., Cheng L. (1989), «A Re-Examination of the Market Reaction to Failed Mergers» in *Journal of Finance*, Vol. 44, 4, pp. 1077-1084.
- Dyckman T., Philbrick D., Stephan J. (1984), «A Comparison of Event Studies Methodologies Using Daily Stock Returns: A Simulation Approach», in *Journal of Accounting Research*, Supplement 1984, Vol. 22, pp. 1-30.
- Doukas J., Travlos N.G. (1988), «The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions», in *The Journal of Finance*, Vol. 43, 5, pp. 1161-1175.
- Fama E. (1970), «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work», in *Journal of Finance*, 25, pp. 383-417.
- Forestieri G. (2011), *Corporate e investment banking*, 2ª edizione, Egea, Milano.
- Fuller K., Netter J., Stegemoller M. (2002), «What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions», in *The Journal of Finance*, Vol. LVII, 4, pp. 1763-1793.
- Gaughan P.A. (2011), *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Wiley, New Jersey.
- Golubov A., Petmezas D., Travlos N.G. (2012), «When It Pays to Pay Your Investment Banker: New Evidence on the Role of Financial Advisors in M&As», in *Journal of Finance*, Vol. 63, 1, pp. 271-312.
- Halpern P. (1983), «Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied To Acquisitions», in *Journal of Finance*, Vol. 38, 2, pp. 297-317.
- Harris R.J. (1985), *A Primer of Multivariate Statistics*, 2ª edizione, Academic Press, New York.

- Huang Y.S., Walkling R.A.** (1987), «Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements: Payment, Acquisition Form, and Managerial Resistance», in *Journal of Financial Economics*, 19, pp. 329-349.
- Hunter W.C., Walker M.B.** (1990), «An Empirical Examination of Investment Banking Merger Fee Contracts», in *Southern Economic Journal*, 56, pp. 1117-1130.
- Iannotta G.** (2010), *Investment Banking: A Guide to Underwriting and Advisory Services*, Springer, London, New York.
- Ismail A.** (2008), «Which Acquirer Gain More, Single or Multiple? Recent Evidence from the Usa Market», in *Global Finance Journal*, Vol. 19, pp. 72-84.
- (2010), «Are Good Financial Advisors Really Good? The Performance of Investment Banks in the M&A Market», in *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 35, pp. 411-429.
- Kale J.R., Kini O., Ryan H.E.** (2003), «Financial Advisors and Shareholder Wealth Gains in Corporate Takeovers», in *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol. 38, 3, pp. 475-501.
- Kang J.K.** (1993), «The International Market for Corporate Control - Mergers and Acquisitions of U.S. Firms by Japanese Firms», in *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, 3, pp. 345-371.
- Keown A.J., Pinkerton J.M.** (1981), «Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation», in *Journal of Finance*, Vol. 36, 4, pp. 855-869.
- Klein B., Leffler K.B.** (1981), «The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance», in *Journal of Political Economy*, Vol. 89, 4, pp. 615-641.
- Kothari S.P., Warner J.B.** (2007), «Econometrics of Event Studies», in *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Vol. 1, pp. 3-36.
- Lane W.R., Wansley J.W., Yang H.C.** (1983), «Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and Method of Payment», in *Financial Management*, Vol. 12, 3, pp. 16-22.
- Luoma T., Pynnönen S.** (2010), *Testing for Cumulative Abnormal Returns in Event Studies with Rank Test*, Working Paper of the University of Vasa.
- Ma Q.** (2006), *Merger and Investment Banks: How Do Banks Help Target?*, Working Paper, University of South California - Marshall School of Business, Ca, Usa.
- Martynova M., Renneboog L.** (2006), *Mergers and Acquisitions in Europe*, Working Paper, Tilburg University, Olanda.
- McLaughlin R.M.** (1990), «Investment-Banking Contracts in Tender Offers: An Empirical Analysis», in *Journal of Financial Economics*, 28, pp. 209-232.
- (1992), «Does the Form of Compensation Matter?», in *Journal of Financial Economics*, 32, pp. 223-260.
- Meggison W.L., Weiss K.A.** (1991), «Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings», in *The Journal of Finance*, Vol. 46, 3, pp. 879-903.
- Michel A., Shaked I., Lee Y.** (1991), «An Evaluation of Investment Banker Acquisition Advice: The Shareholders' Perspective», in *Financial Management*, 20, pp. 40-49.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R.W.** (1990), «Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?», in *The Journal of Finance*, Vol. 45, 1, pp. 31-48.
- Panayides P.M., Gong X.** (2002), «The Stock Market Reaction to Merger and Acquisition Announcements in Liner Shipping», in *International Journal of Maritime Economics*, Vol. 4, 1, pp. 55-80.
- Pettit R., Seth A., Song K.P.** (2000), «Sinergy, Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives of Foreign Acquisitions of U.S. Firms», in *Journal of International Business Studies*, Vol. 31, 3, pp. 387-405.
- Puri M.** (1996), «Commercial Banks in Investment Banking: Conflict of Interest or Certification Role?», in *Journal of Financial Economics*, 46, 373-401.
- Rajan R., Servaes H., Zingales L.** (2000), «The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment», in *Journal of Finance*, Vol. 55, 1, pp. 35-80.
- Rasedie K., Srinivasan G.** (2011), «Investment Bank Market Share and the Performance of Acquiring Companies: Canadian Evidence», in *Journal of Comparative International Management*, Vol. 14, 1, pp. 26-51.
- Rau P.R.** (2000), «Investment Bank Market Share, Contingent Fee Payments, and the Performance of Acquiring Firms», in *Journal of Financial Economics*, 56, pp. 293-324.
- Rau P.R., Rodgers K.J.** (2002), *Do Bidder Hire Top-Tier Investment Banks to Certify Value?*, Working Paper, Purdue University, Ind, Usa.

- Ravenscraft D.J., Scherer F.M.** (1987), *Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency*, The Brookings Institution, Berkeley, Ca.
- Rhee M., Valdez M.E.** (2009), «Contextual Factors Surrounding Reputation Damage with Potential Implications for Reputation Repair», in *Academy of Management Review*, 34, pp. 146-168.
- Roll R.** (1986), «The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers», in *Journal of Business*, Vol. 59, 2, pp. 197-216.
- Sarra A.P.** (2002), *Event Study Tests. A Brief Survey*, Working Paper, Universidad de Porto.
- Saunders A., Srinivasan A.** (2001), *Investment Banking Relationships and Merger Fees*, Working Paper, New York University, Ny, Usa.
- Scholtens B., van Wensveen D.** (2003), *The Theory of Financial Intermediation: An Essay on What It Does (Not) Explain*, Suerf, Vienna.
- Scholes M., Williams J.** (1977), «Estimating Beta from Nonsynchronous Data», in *Journal of Financial Economics*, 5(3), pp. 309-327.
- Servaes H., Zenner M.** (1996), «The Role of Investment Banks in Acquisitions», in *The Review of Financial Studies*, Vol. 9, 3, pp. 787-815.
- Shapiro C.** (1983), «Premiums for High Quality Products as Returns to Reputations», in *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98, 4, pp. 659-679.
- Song W., Wei J.D.** (2012), *The Value of «Boutique» Financial Advisors in Mergers and Acquisitions*, Working Paper, University of Cincinnati, Oh, Usa.
- Travlos N.** (1987), «Corporate Takeover Bids, Means of Payment, and Bidding Firms Stock Returns», in *Journal of Finance*, 42, pp. 943-964.
- Varaiya N.** (1988), «The Winner's Curse Hypothesis and Corporate Takeovers», in *Managerial and Decision Economics*, 9, pp. 209-219.
- Walter S., Yawson A., Yeung C.** (2008), «The Role of Investment Banks in M&A Transactions: Fees and Services», in *Pacific-Basin Finance Journal*, 16, pp. 341-369.

responsibility

Search

Il servizio dedicato a banche e imprese sui temi della responsabilità amministrativa. Per comprendere gli aspetti più significativi del Decreto 231, considerato come il vero e proprio codice penale delle società e degli enti.

Agile e facile consultazione
231 ABI ONLINE ti garantisce:

- › **L'aggiornamento in tempo reale** con tutte le novità normative a livello europeo e nazionale
- › **Le massime relative alle pronunce giurisprudenziali** più rilevanti in materia, con l'indicazione delle prassi applicative più diffuse
- › **L'analisi degli aspetti chiave** delle responsabilità penale-amministrativa di tutte le imprese
- › **L'accesso privilegiato ai documenti ABI**

ABBONAMENTO 2015 **231 ABI ONLINE**

› ASSOCIATI ABI
€ **231**

Prezzi per singola
postazione nominativa
(IVA esclusa)

NON ASSOCIATI ABI
€ **289** <

SCOPRI GLI **SCONTI SPECIALI**
PER LE POSTAZIONI MULTIPLE!

