

**EFFETTI DELLE FUSIONI E ACQUISIZIONI:
UNA RASSEGNA CRITICA DELL'EVIDENZA EMPIRICA**

[Effects of mergers and acquisitions: a critical survey of the empirical evidence]

Luigi Benfratello

(Ceris-Cnr, Turin)

Giugno 2000

Abstract

The aim of this paper is to review the “state of the art” of empirical analysis on the subject of the effects of mergers and acquisitions. After a brief introduction I will present the conflicting evidence outlined, up to the mid eighties, by the *Industrial Organization* stream of analysis and the *Financial Economics* one; afterwards, the most important contributions emerged since then, innovative in terms of amount and type of data used and in terms of more accurate methodologies, will be presented. Finally, special attention will be devoted to the still scattered empirical evidence for Italy.

Keywords : Mergers and Acquisitions.

JEL Classification: G34, L40.

Corresponding address:
CERIS-CNR

e-mail: l.benfratello@ceris.cnr.it

I am very grateful to Laura Rondi and Alessandro Sembenelli for very useful suggestions on an earlier draft; this paper further develops the first chapter of my Ph.D. dissertation in Economics at the University of Rome “Tor Vergata”.

WORKING PAPER CERIS-CNR

Anno 2, N° 11 – 2000

Autorizzazione del tribunale di Torino

N. 2681 del 28 marzo 1977

Direttore Responsabile

Secondo Rolfo

Direzione e Redazione

Ceris-Cnr

Via Avogadro, 8

10121 Torino, Italy

Tel. +39 011 5601.111

Fax +39 011 562.6058

E-mail *segreteria@ceris.cnr.it*

Segreteria di redazione

Maria Zittino

Distribuzione

Spedizione gratuita

Fotocomposizione e impaginazione

In proprio

Stampa

In proprio

Finito di stampare nel mese di giugno 2000

Copyright © 2000 by Ceris-Cnr

All rights reserved. Parts of this paper may be reproduced with the permission of the author(s)
and quoting the source.

Private edition

SOMMARIO

1. Introduzione	7
2. L'evidenza empirica sugli effetti delle fusioni e acquisizioni agli inizi degli anni '80	9
2.1 <i>Gli studi nell'ambito della Financial Economics.....</i>	9
2.2 <i>Gli studi nell'ambito dell'Industrial Organization</i>	11
3. I recenti sviluppi del soggetto	14
3.1 <i>Specifiche caratteristiche delle operazioni di fusione e acquisizione.....</i>	16
3.2 <i>Studi basati sui dati della Federal Trade Commission</i>	18
3.3 <i>Studi basati su dati a livello di stabilimento (effetti sulla produttività).....</i>	20
3.4 <i>Case studies di specifici effetti delle fusioni.....</i>	22
3.5 <i>La misurazione dell'impatto delle fusioni sull'efficienza.....</i>	24
3.6 <i>Effetti delle acquisizioni sul lavoro.....</i>	25
4. L'evidenza per l'Italia	27
5. Conclusioni	29
Bibliografia	31

1. Introduzione

Le operazioni di fusione e acquisizione sono un fenomeno economico di dimensioni molto vaste; tali operazioni di crescita esterna delle imprese, tipiche dei paesi anglosassoni, caratterizzati da mercati finanziari tradizionalmente più evoluti, hanno avuto nel corso degli ultimi decenni un notevole incremento anche nel resto dell'Europa¹. La nascita di apposite normative antitrust, agli inizi del secolo nel Nord America e nel secondo dopoguerra in Europa, riflette per l'appunto il desiderio dei pubblici poteri di controllare gli effetti di queste operazioni.

Data la loro rilevanza non è sorprendente come le loro determinanti micro e macroeconomiche, così come i loro effetti, siano stati oggetto sin da lungo tempo di estesa ricerca in Economia Industriale e – a partire dalla fine degli anni '60 – in Finanza.

Tuttavia, nonostante tale interesse, gli studi teorici hanno formulato una varietà di ipotesi tra loro divergenti e quelli empirici non sono stati capaci di fornire una chiara evidenza delle motivazioni così come degli effetti delle fusioni. Pertanto, il soggetto rimane oggi molto controverso e dibattuto, tanto che Dennis Mueller, uno dei più importanti studiosi sull'argomento, ha recentemente affermato: *"No topic in industrial organisation generates as much disagreement as mergers"*.²

Per quanto riguarda le analisi empiriche sugli effetti delle fusioni e acquisizioni, in particolare, si riscontra una sostanziale divergenza di risultati; tale mancanza di "fatti stilizzati" è da ascrivere, in parte, all'uso di campioni inadeguati alla comprensione di un fenomeno alquanto complesso.

Le fusioni e acquisizioni sono infatti un fenomeno eterogeneo sotto numerosi aspetti: il tipo di attività economica svolta dalle parti e il conseguente tipo di operazione (fusioni orizzontali, verticali e conglomerali) ciascuno con differenti effetti attesi; l'ambito (fusioni totali o parziali); la modalità (fusioni amichevoli o *take-overs* aggressivi); il tipo di proprietà delle imprese coinvolte e la conseguente possibilità che i

¹ A titolo di esempio, si consideri che nel 1992, che pure è stato un anno di rallentamento dell'attività di fusioni e acquisizioni negli Stati Uniti, il valore delle transazioni censite da *Mergerstat Review* è stato dell'ordine di 1,5% del PIL statunitense. E' comunque difficile fornire dati sul numero o sul valore delle operazioni uniformi per i vari paesi. Per dati sulla dimensione quantitativa del fenomeno, si vedano Weston, Chung & Siu (1998), cap. 1 per gli Stati Uniti e Hughes (1993) per il Regno Unito. Per l'Italia, si faccia riferimento alle pubblicazioni periodiche di Nomisma o alle Relazioni Annuali dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.

² Mueller (1989), p. 1. Si veda anche Caves (1989), il quale enfatizza le diverse posizioni assunte in merito dalla letteratura.

soggetti decisori siano in realtà i *manager* e non gli azionisti; le forme di finanziamento, che possono essere scambio di azioni, risorse interne (*cash flow*) o risorse prese in prestito. Inoltre, le determinanti e gli effetti di tali operazioni dipendono anche da circostanze macroeconomiche, quali i cicli borsistici o gli andamenti congiunturali, diversi nei vari periodi storici.

A fronte di tale eterogeneità, la letteratura empirica ha fino ad anni recenti utilizzato, a causa della scarsa disponibilità di dati, campioni composti da un numero limitato di grandi imprese e corti come lunghezza del periodo coperto: ciò non ha permesso di stratificare i campioni né dal punto di vista temporale né da quello delle caratteristiche delle transazioni o delle imprese coinvolte, il che spiega, almeno in parte, la mancata comprensione del fenomeno.

L'interesse per questo argomento, mai scemato, è marcatamente cresciuto durante l'ultima decade, così che molti nuovi contributi sono apparsi. Questo recente filone di letteratura differisce dal precedente per quattro aspetti: la dimensione dei campioni usati, la natura dei dati, le metodologie utilizzate e i temi affrontati.

Nonostante il cospicuo numero di lavori empirici apparsi sull'argomento nel corso dell'ultima decade, manca una rassegna che metta in evidenza come tali studi si differenzino, per i quattro succitati aspetti, rispetto alla letteratura tradizionale. Obiettivo del presente lavoro è quello di colmare tale lacuna. In particolare, si metterà in evidenza come la *impasse* nella quale si è trovata la letteratura negli anni '80, con risultati empirici palesemente discordanti, ha spinto verso l'uso di nuove metodologie e di nuovi dati. Questi nuovi studi sugli effetti delle fusioni e acquisizioni hanno come elementi caratteristici l'enfasi su specifiche caratteristiche delle imprese coinvolte, l'uso di dati più disaggregati rispetto a quelli di impresa (per linea di prodotto e a livello di impianto), il rinnovato interesse verso studi di specifici settori (*case studies*) e l'analisi degli effetti delle fusioni e acquisizioni sull'utilizzo dei fattori, in particolare il fattore lavoro, e sull'efficienza.^{3 4}

Il presente lavoro è organizzato nel modo seguente: nella sezione 2 sarà esaminata l'evidenza empirica consolidata – cioè relativa agli inizi degli anni '80 – mettendo in

³ Nel presente lavoro non tratteremo, per ragioni di focalizzazione, alcuni argomenti connessi a quello delle analisi empiriche sugli effetti delle fusioni e acquisizioni. In primo luogo, non si tratterà delle analisi *teoriche* in tema di effetti delle fusioni e acquisizioni, le quali indicano gli effetti attesi da tali operazioni (si veda Martin, 1993, cap. 9). Inoltre, non tratteremo della letteratura sulle determinanti delle operazioni di fusione e acquisizione, per le quali si rimanda a Guelpa (1992). Infine, non tratteremo delle implicazioni di politica della concorrenza che tali operazioni generano, né dell'atteggiamento assunto al riguardo dalle autorità antitrust (si vedano Mueller, 1996 per l'esperienza statunitense e Motta, 2000 per quella comunitaria).

⁴ Nel presente lavoro i termini fusioni e acquisizioni saranno usati, salvo esplicita indicazione contraria, come sinonimi.

evidenza la differenza tra le conclusioni raggiunte dagli studi appartenenti all'area della Finanza e quelli dell'Economia Industriale. Nella sezione 3, si analizzeranno alcuni recenti contributi, distinti secondo le principali innovazioni menzionate qui sopra. La sezione 4 contiene una rassegna dei contributi sugli effetti delle acquisizioni in Italia e la sezione 5 contiene le conclusioni.

2. L'evidenza empirica sugli effetti delle fusioni e acquisizioni agli inizi degli anni '80

Le fusioni sono state uno dei primi oggetti di analisi quantitative in Economia Industriale: a tal proposito basti considerare che il primo lavoro empirico sul tema risale al 1935.⁵

Da allora, un cospicuo numero di contributi, sia *case studies* descrittivi che lavori econometrici e riferiti principalmente alla realtà degli Stati Uniti e del Regno Unito, hanno tentato di risolvere importanti quesiti quali l'impatto delle fusioni sui prezzi, sulla concentrazione, sulla redditività, sui costi, sul benessere degli azionisti e dei *stakeholders*. Inoltre, condizionatamente a un effetto positivo delle fusioni sulla redditività dell'impresa o sul corso delle azioni (e quindi sul benessere degli azionisti), tali studi tentano di trovare la *fonte* di tali guadagni, cioè se vi sia stata una *creazione* di valore (e quindi un guadagno sociale) ovvero un *trasferimento* di valore (e quindi un mero guadagno privato).

Tale argomento di studio – tradizionalmente inserito nell'agenda di ricerca degli studiosi di Economia Industriale – a partire dalla fine degli anni sessanta è stato sempre più oggetto di studio anche da parte degli specialisti della Finanza. In effetti, questi due filoni sono diventati indipendenti alla metà degli anni '70 poiché hanno usato differenti tipi di dati, diverse metodologie e in generale hanno ottenuto – non sorprendentemente – differenti conclusioni.⁶

È pertanto necessario procedere a una distinta analisi dei due filoni.

2.1 Gli studi nell'ambito della *Financial Economics*

Ciò che maggiormente caratterizza gli studi nell'ambito della finanza non sono i dati usati, il prezzo delle azioni, quanto la loro particolare metodologia.

⁵ Si tratta del lavoro di Livermore, pubblicato nel 1935 sul *Quarterly Journal of Economics*. Per una rassegna dei lavori più antichi si veda Markham (1955).

⁶ Si veda Caves (1989) per una chiara distinzione dei due filoni.

Infatti, una possibile metodologia che utilizza dati azionari potrebbe essere quella di comparare la *performance* (per es. il rapporto P/E o l'*earnings* per azione) delle imprese coinvolte in una fusione per un periodo precedente e successivo alla fusione stessa con un gruppo di controllo⁷. Al contrario, la metodologia maggiormente utilizzata è stata la cosiddetta metodologia degli "event studies", che consiste nell'inferire il valore e gli effetti delle fusioni e acquisizioni dagli *excess o abnormal returns* (rendimenti anomali) del mercato di borsa dovuti all'annuncio dell'"evento" dell'operazione.⁸

Tale metodologia implica due ipotesi stringenti: 1) i mercati finanziari sono efficienti, almeno nella loro forma "semi-forte", e 2) i prezzi delle azioni predicono in modo non distorto i prezzi futuri. La prima ipotesi assume che i prezzi delle azioni riflettano tutte le informazioni pubblicamente disponibili, escludendo così la possibilità che le imprese *target* siano sistematicamente sottovalutate; in tal modo, il movimento dei prezzi susseguente alla notizia dell'operazione di fusione o acquisizione riflette esclusivamente le mutate aspettative sulla redditività attesa delle imprese. La seconda ipotesi afferma che i prezzi futuri possano essere allo stesso modo più alti o più bassi paragonati ai prezzi durante il periodo di annuncio, supponendo pertanto che il mercato non possa compiere alcun errore sistematico. Ciò permette di focalizzarsi soltanto su una breve finestra temporale, disinteressandosi al comportamento di lungo periodo del prezzo delle azioni.⁹

Per quanto riguarda i risultati, gli studi di finanza sono concordi nel concludere che gli azionisti delle imprese acquisite ricevano dei guadagni (20% in media per le fusioni e 30% per i *tender offers* negli studi passati in rassegna da Jensen & Ruback (1983))¹⁰ e che gli azionisti delle imprese acquirenti non subiscano delle perdite; in tal modo, l'effetto complessivo risulta essere positivo.

⁷ Questa metodologia è molto vicina a quella di Economia Industriale discussa di seguito ed è stata difatti usata dai lavori raccolti in Mueller (1980) e da Cosh, Hughes, Lee & Singh (1989).

⁸ Per una rassegna di questa metodologia e dei risultati, si veda Jensen & Ruback (1983) e Jarrell, Brickley & Netter (1988). Per il modello CAPM sottostante a questi lavori si veda Hay & Morris (1991) e per i diversi modi di stimare gli *abnormal returns* si veda Armitage (1995).

⁹ La "event study methodology" soffre di un altro difetto, quello della possibilità di "informazione contaminante", cioè il fatto che la notizia della fusione possa portare al mercato anche altre informazioni *private* riguardo all'impresa – come la disponibilità di *cash flow* – che influenzino il prezzo dell'azione. Per una discussione si veda Roll, 1986, p. 201-202.

¹⁰ La rassegna di Jensen & Ruback si riferisce al periodo fino alla fine degli anni '70. Tuttavia, questi risultati sono stati confermati dai successivi lavori citati da Jarrell, Brickley & Netter (1988). Nei *tender offers*, che corrispondono a una offerta pubblica di acquisto, l'operazione non è concordata dai consigli di amministrazione delle società coinvolte ma è direttamente rivolta agli azionisti della società acquisita.

Per quanto riguarda la questione della creazione o del trasferimento di valore, la risposta di questi lavori è meno chiara, poiché essi concludono solo *indirettamente* – cioè per esclusione di altre possibili fonti – che si tratti di una creazione di valore.

Una delle spiegazioni più naturali è l'ipotesi di creazione di potere di mercato, secondo la quale la fonte dell'aumento nel prezzo delle azioni sono gli aumentati profitti attesi futuri permessi dal potere di mercato acquisito con la fusione. Tuttavia, Jensen & Ruback (1983) usano i risultati degli studi di Eckbo (1983) e Stillman (1983) per rigettare tale ipotesi, affermando allo stesso tempo che l'esatta fonte di tali guadagni "*still eludes us*"¹¹. Altre ipotesi di trasferimento di valore, come la miopia di breve periodo, *target* sottovalutati, vantaggi fiscali e perdite da parte dei detentori di obbligazioni o dei lavoratori, sono state in seguito rigettate dagli studi di Finanza come possibili spiegazioni dei guadagni ricevuti dagli azionisti delle imprese coinvolte.¹²

2.2 *Gli studi nell'ambito dell'Industrial Organization*

Gli studi di Economia Industriale hanno tradizionalmente affrontato un ventaglio di questioni molto più ampio di quelli della Finanza. Infatti, tali studi hanno analizzato non solo l'effetto delle fusioni sulla redditività delle imprese, ma anche l'effetto sulla produttività, sui tassi di crescita delle imprese e sulla concentrazione aggregata e di specifici mercati.

Nel presente lavoro ci focalizzeremo solo sugli effetti sulla redditività e produttività; per gli effetti sulle altre variabili, il lettore interessato può consultare le referenze in nota.¹³

Per quanto riguarda gli effetti sulla redditività, gli studiosi di Economia Industriale si sono tradizionalmente basati su dati di bilancio e la loro metodologia è stata quella di controllare se la fusione ha avuto un significativo impatto sulla redditività

¹¹ Jensen & Ruback (1983), p. 47. Eckbo (1983) e Stillman (1983) usano una metodologia molto particolare, la quale consiste nell'analizzare la variazione del corso delle azioni delle *imprese rivali* di quelle che hanno effettuato la fusione. Secondo tali autori, se la fusione è anticompetitiva, nel senso che fa aumentare il prezzo del bene finale, beneficerà anche le imprese rivali. Si attende allora un aumento del corso delle loro azioni all'annuncio della fusione. Se le autorità antitrust aprono una procedura contro la fusione anticompetitiva, ovvero la vietano, il valore delle azioni delle aziende rivali dovrebbe allora diminuire. I due autori argomentano che se non si verifica un tale duplice movimento nel prezzo delle azioni delle imprese rivali la fusione è sicuramente pro-competitiva. Tale metodologia è usata anche in Eckbo & Wier (1985).

¹² Si veda Jarrell, Brickley & Netter (1988).

¹³ Per l'effetto delle fusioni sulla concentrazione aggregata e dei singoli mercati – intensamente studiata nell'ambito del paradigma Struttura-Condotta-Performance – si veda Hughes (1993) pp. 32/38 per il Regno Unito e White (1982) per gli Stati Uniti e le referenze citate in tali lavori. Per gli effetti sui tassi di crescita delle imprese, si vedano gli studi in Mueller (1980), i quali trovano in generale un effetto negativo sui tassi di crescita delle imprese.

delle imprese (misurata come profitti ante o post imposte sull'attivo netto o sul capitale) comparata con la redditività di un gruppo di controllo.¹⁴

In effetti, l'uso di dati di bilancio impone agli studiosi di Economia Industriale i seguenti problemi:

- a) la differenza tra il prezzo pagato e il valore di libro dell'attivo dell'impresa acquisita è normalmente iscritta all'attivo dell'impresa acquirente, comportando in tal modo una diminuzione della redditività attraverso il doppio effetto di un aumentato denominatore (attivo) e diminuito reddito di esercizio (a causa degli aumentati ammortamenti); questo è il cosiddetto "*goodwill bias*";
- b) se un'impresa con una redditività sotto la media assorbe una con redditività sopra la media, ci sarà un effetto di livellamento e quindi un apparente miglioramento nelle *performance* dell'impresa acquirente;
- c) il concentrarsi solo sul confronto pre e post fusione degli indici dell'impresa acquirente non considera gli effetti della condizione economica generale.

La considerazione a) comporta la necessità di una più attenta analisi dei dati di bilancio, ovvero l'uso di molteplici indicatori di redditività, mentre le considerazioni b) e c) hanno condotto a un graduale miglioramento della metodologia nel corso del tempo, raggiungendo la conclusione che "il modo più appropriato per misurare gli effetti delle fusioni sulla redditività è quello di calcolare la media ponderata del tasso di profitto delle imprese che si fondono e compararla con il tasso di profitto dell'impresa fusa dopo la fusione usando un campione di controllo al fine di aggiustare per le mutate condizioni economiche."¹⁵

Non sorprendentemente, i risultati di questi studi divergono nettamente da quelli di finanza.

Infatti, gli studi di Economia Industriale generalmente concludono che le fusioni sono negative per la redditività delle imprese, anche se si riscontra una certa varianza di risultati.¹⁶ Tale risultato sembra comunque essere robusto rispetto alla differente provenienza geografica dei campioni utilizzati, americana o europea: tale aspetto è molto rilevante se si considera che, mentre i campioni americani sono principalmente composti da fusioni conglomerali, i campioni europei sono composti per lo più da

¹⁴ E' quindi evidente lo svantaggio competitivo sofferto dagli economisti industriali, poiché i dati finanziari sono molto più facilmente reperibili e non soffrono i problemi di confrontabilità tra acquirente e acquisita.

¹⁵ Mueller (1992), p. 702. Ovviamente, la considerazione b) si applica solo se le imprese diventano un'unica entità e non rimangono legalmente indipendenti, cioè nel caso di una fusione vera e propria e non di un semplice acquisto del controllo.

¹⁶ Ad esempio, il lavoro di Cosh, Hughes & Singh (1980) riporta positive *performance* delle imprese coinvolte in operazioni di fusione.

fusioni orizzontali, i cui effetti attesi (aumento di quota di mercato e quindi di potere di mercato, possibili riduzioni nei costi tramite economie di scala) dovrebbero condurre ad un aumento della redditività.

Per quanto riguarda la produttività, solo un esiguo numero di lavori ha cercato – seguendo il pionieristico contributo di Williamson (1968) – di misurare l’effetto delle fusioni sui costi delle imprese; inoltre, a causa della mancanza di dati adeguati, le loro metodologie si sono rivelate poco soddisfacenti.

In particolare, Newbould (1970) ha usato questionari e interviste ai manager delle imprese acquirenti, Pratten (1971) e Scherer *et al.*, 1975 (cap. 7) hanno seguito un approccio descrittivo basato su *case studies*. Tutti questi lavori riscontrano alcuni casi di sfruttamento di economie di scala, e quindi di riduzioni di costo, dopo la fusione.

Tali ricerche hanno in comune, tuttavia, il paradigma Neo-classico che considera le imprese come “*black box*” ottimizzanti: l’efficienza tecnica (l’uso ottimale di input per ottenere un dato ammontare di output) è raggiunta per definizione, e quindi il solo modo di ridurre i costi è attraverso un effetto di economia di scala (di stabilimento o di multistabilimento) e non attraverso una diminuzione della inefficienza-X (cioè l’uso inefficiente degli input disponibili).¹⁷

Un approccio più completo - anche se non pienamente soddisfacente – è quello seguito da Cowling *et al.* (1980): partendo dall’ipotesi che le economie di scala rappresentino solo una delle possibili fonti di guadagni di efficienza, essi usano, nella loro analisi *case study* di 12 fusioni orizzontali nel Regno Unito, una misura di costo medio reale come *proxy* per l’efficienza.¹⁸ Sulla base di questa metodologia, gli autori riscontrano solo rari casi di guadagni di efficienza indotti dalle le fusioni.¹⁹

¹⁷ Pratten (1971) – ad esempio – afferma esplicitamente che le efficienze dovute ad economie di scala sono molto più importanti della X-efficienza, poiché non è dimostrato che quest’ultima esista.

¹⁸ La loro misura di costo medio reale, k , è molto semplice da calcolare: partendo da

$$\Pi = P_0 Q_0 - k Q_0 P_I \quad (1)$$

dove Π =profitti, Q_0 quantità di output, P_0 prezzo dell’output, P_I un indice di prezzo dell’input, allora k – il contenuto di input per unità di output – sarà:

$$k = \frac{P_0 Q_0 - \Pi}{Q_0 P_I} = \frac{C}{Q_0 P_I} \quad (2)$$

ovvero, dividendo la (2) per il ricavo $R = Q_0 P_0$

$$k = \frac{1 - \frac{\Pi}{R}}{P_I / P_0} \quad (3)$$

Dalla formula (2) è chiaro perché gli autori chiamano k il “costo medio reale”; dalla (3) (che permette di derivare questa misura di efficienza dai dati di bilancio), perché Caves (1989) afferma che tale misura è

La loro metodologia si presenta come una versione molto semplificata dei più sofisticati lavori econometrici sviluppati negli anni '90 e finalizzati a misurare l'impatto delle acquisizioni sull'efficienza (si veda la sezione 3.5, *infra*).

3. I recenti sviluppi del soggetto

A partire dalla metà degli anni '80, si è registrato un notevole aumento nel numero di analisi empiriche sulle fusioni, a causa probabilmente del combinato effetto dell'ondata di fusioni verificatasi in tutti i paesi occidentali e di una maggiore disponibilità di dati.

In particolare, le vecchie metodologie – sia in Finanza che in Economia Industriale – sono state criticate, e delle nuove sono state proposte. Vedremo, di seguito, le critiche e le nuove linee di ricerca.

Per quanto riguarda gli studi di Finanza, sono state mosse tre critiche: 1) la *performance* di lungo periodo delle imprese coinvolte in operazioni di fusione e acquisizione tende a essere negativa; 2) i risultati sono sensibili alla scelta del *benchmark* per il calcolo degli *abnormal returns*; 3) l'ipotesi di creazione di valore non è necessariamente la sola consistente con l'evidenza empirica.

1. I lavori di finanza si focalizzano solo sui prezzi delle azioni durante un breve periodo, di solito non più di un mese prima e dopo l'annuncio dell'acquisizione. Già di Jensen & Ruback (1983, p. 20) accennano al fatto che su periodi più lunghi il prezzo delle azioni delle imprese coinvolte tende a declinare. Numerosi autori hanno allora analizzato tale aspetto utilizzando dati su periodi più lunghi (3-5 anni) (si vedano ad esempio Magenheimer & Mueller, 1988 e Agrawal, Jaffe & Mandelker, 1992), raggiungendo la conclusione che su lunghi periodi le imprese coinvolte in *fusioni* esibiscono *abnormal returns* statisticamente negativi, mentre quelle che effettuano un'acquisizione tramite *tender offers* non presentano significativi *abnormal returns*.²⁰

un margine di profitto aggiustato per i prezzi degli input e degli output.

¹⁹ Per una rassegna della loro metodologia e risultati su questo argomento si veda anche Cubbin & Hall (1979). Si veda anche Utton (1974) pp. 13-14 per un breve elenco delle difficoltà metodologiche per affrontare tale soggetto. Tutto ciò ha portato la letteratura a inferire gli effetti sulla efficienza in maniera indiretta, attraverso la stima contemporanea di profitti e ricavi. Meeks (1977) p. 14, Hughes, Mueller & Singh (1980) p. 43 e Kumar (1984) pp. 80-82 e 180-181 risolvono semplicemente questo problema notando che poiché le fusioni “per definizione” non diminuiscono il potere di mercato, e poiché la redditività è generalmente più bassa dopo la fusione, si deve inferire una diminuzione nella produttività e quindi un aumento nei costi.

²⁰ Per una rassegna dei lavori che analizzano gli *excess returns* su lunghi periodi si veda Agrawal & Jaffe (1999). Healy, Palepu & Ruback (1992) hanno tentato di giustificare la metodologia *event study* indirettamente, mostrando come gli *excess returns* nel periodo di annuncio siano positivamente correlati

2. D'altro canto, Magenheim & Mueller (1988) mostrano quanto i risultati ottenuti nell'ambito della Finanza siano sensibili alla scelta dei *benchmark* usati per la stima dei parametri del CAPM. In particolare, gli autori hanno messo in evidenza come alcuni dei lavori citati da Jensen & Ruback (1983) stimino i parametri nel periodo post-fusione: poiché come abbiamo appena visto in tali periodi le imprese hanno una scarsa *performance* dopo la fusione, vi è il rischio che gli *abnormal returns* nel periodo di annuncio siano distorti verso l'alto.

3. Infine, il riscontro empirico della creazione di valore, basato su una debole e indiretta metodologia che analizza la reazione dei corsi delle azioni delle imprese rivali all'annuncio delle fusioni, è stata messa in dubbio sia dal punto di vista teorico che empirico.²¹ In particolare, Schumann (1993) ha mostrato come qualsiasi andamento dei corsi azionari delle imprese rivali è compatibile sia con l'ipotesi di riduzione nei costi che di creazione di potere di mercato.

Anche i lavori tradizionali nel campo dell'Economia Industriale sono stati criticati, sulla base di due considerazioni.

Una prima critica, che investe tutti i lavori empirici che utilizzano indici di redditività tratti dai bilanci delle imprese, è stata formalizzata da Fisher & McGowan (1983) e da Fisher (1987): tali autori dimostrano come l'indice *profit/assets* (ROA) e il *profit/sales* (ROS), comunemente utilizzati dagli economisti applicati, corrispondono solo sotto ipotesi molto stringenti a quello che è il tasso di rendimento interno di un progetto, che secondo tali autori è l'unico tasso di profitto da utilizzare ai fini dell'analisi economica.²²

La seconda critica riguarda il fatto che le grandi imprese sono diversificate in molteplici settori produttivi; pertanto, l'uso di dati di bilancio, che sono riferiti all'impresa nel suo complesso, trascura l'eterogeneità di tali imprese e i campioni di controllo usati per normalizzare le *performance* delle imprese coinvolte nelle operazioni di fusione e acquisizione rispetto ad andamenti macroeconomici sono inevitabilmente imprecisi.

con una misura "reale" di *performance*, quale il rapporto *cash flow/assets* (come differenza rispetto a quello della media dell'industria).

²¹ Per tali critiche e per una rassegna sui lavori e la metodologia si vedano anche Kim & Singal (1993) e Pautler & O'Quinn (1993).

²² Il tasso di rendimento interno di è definito come il tasso che eguaglia il flusso futuro di ricavi al costo di iniziale di un investimento. La difficoltà di misurare correttamente la redditività di una impresa è un problema conosciuto da molto tempo in economia industriale. Sulle diverse posizioni assunte al riguardo dalla letteratura si veda Martin (1993), cap. 17. Si veda anche Utton (1974) pp. 15/16 e Meeks & Meeks (1981) per un'applicazione allo specifico contesto delle fusioni.

Tutte queste critiche hanno portato ad uno spostamento verso altre metodologie. In finanza, si è imposta una crescente attenzione alle specifiche caratteristiche delle fusioni, ad esempio la nazionalità dell'acquirente e dell'acquisita, ovvero il modo di finanziamento dell'operazione. Gli studi di economia industriale, dal canto loro, nel tentativo di cogliere effetti più precisi, hanno utilizzato nuovi tipi di dati caratterizzati da un maggiore livello di disaggregazione, quali dati relativi a singoli divisioni (*lines of business*) o stabilimenti; inoltre, si sono utilizzati dati non contabili per studiare effetti particolari quali l'effetto delle fusioni sui prezzi o analisi di specifici settori. Infine, sono stati analizzati gli effetti sulle risorse, in particolare sul lavoro, e per valutare l'effetto delle fusioni sull'efficienza è stato introdotto un approccio più sofisticato basato sulle frontiere di produzione, di costo o di profitto.

3.1 Specifiche caratteristiche delle operazioni di fusione e acquisizione

A causa delle critiche viste in precedenza, gli studiosi della finanza hanno cercato di analizzare il perché in talune circostanze il cambiamento della proprietà non è un meccanismo che porti ad un aumento di efficienza. Ciò ha condotto ad una maggiore attenzione verso le specifiche caratteristiche della transazione ritenute rilevanti nel determinare gli effetti delle operazioni di fusione e acquisizione.

In questo contesto, molti studi hanno incluso una variabile legata al *cash flow* dell'acquirente, secondo le indicazioni suggerite dalla teoria del *free cash flow* di Jensen (1986): tale teoria sostiene che i manager, una volta esauriti i progetti con rendimenti maggiori del costo del capitale, non distribuiscono dividendi agli azionisti, come farebbero se fossero perfettamente controllati, ma usano le risorse in eccesso anche verso investimenti, tra cui acquisizioni, non profittevoli, cioè con rendimenti minori del costo del capitale. Lang, Stulz & Walking (1991) confermano tale teoria, riscontrando una correlazione negativa tra il *free cash flow* e i ritorni borsistici degli acquirenti.

Un'altra ipotesi sottoposta a verifica è stata quella formulata da Fama (1990) riguardo ai costi di agenzia: tale autore sostiene che quando *public companies* (imprese quotate con azionariato diffuso) hanno elevati debiti verso le banche, il monitoraggio dei *manager* è delegato implicitamente alle banche, di solito più efficienti degli azionisti in questa funzione, comportando in tal modo una diminuzione dei costi di agenzia. Nel contesto specifico delle fusioni, ciò implica che le imprese con consistenti debiti verso le banche sono maggiormente vincolate ad acquistare *target* con elevata redditività prospettica. In linea con tale ipotesi, Kang (1993) e Maloney, McCormick & Mitchell (1993) riscontrano che i ritorni delle imprese acquirenti sono positivamente correlati con i loro debiti verso le istituzioni finanziarie.

Anche l'affermazione intuitiva che, nella separazione tra *ownership and control*, differenti tipi di proprietà possono avere differenti effetti è stata sottoposta a verifica. Da un lato, Cosh, Lee, Hughes & Singh (1989) analizzano un campione di imprese che hanno effettuato una fusione e riscontrano che le *performance* post acquisizione sono migliori quando una percentuale consistente (più del 5%) della proprietà è in mano a investitori istituzionali;²³ dall'altro, Lewellen, Loderer & Rosenfeld (1985) mostrano come i rendimenti delle imprese acquirenti siano positivamente correlati con la frazione di capitale dell'acquirente detenuta dal *management*.

Un altro aspetto analizzato è stato il legame tra la *performance* delle imprese acquirenti e il metodo di finanziamento. Chang (1998) ha recentemente criticato la generale conclusione che gli *excess returns* per le imprese acquirenti sono più bassi se il metodo di pagamento è costituito da azioni dell'acquirente e non da contante. Tale autore ha riscontrato che tale evidenza, giustificata con il fatto che il pagamento in contanti avrebbe un "effetto segnale" sul valore dell'acquisita, vale solo se l'impresa *target* è una *public company*. Se al contrario l'impresa *target* ha un azionariato ristretto, il pagamento con azioni è associato a più elevati ritorni per l'acquirente. L'autore spiega tale risultato con l'azione di monitoraggio che i proprietari dell'acquisita possono esercitare sull'impresa acquirente grazie alle quote ricevute.

Infine, un altro campo esplorato di recente è stato quello di analizzare la nazionalità delle imprese coinvolte nelle operazioni di acquisizione, distinguendo tra acquisizioni domestiche e internazionali e unendo in tal modo la letteratura sulle acquisizioni con quella sugli Investimenti Diretti Esteri (FDI). Fino ad ora, sono stati usati quasi esclusivamente dati borsistici e la metodologia "event study", e l'unica ipotesi testata è stata quella di vedere se il mercato reagisce – in termini di guadagni degli azionisti – in modo differente ai due tipi di acquisizioni. Inoltre, tali ricerche analizzano principalmente operazioni che hanno coinvolto imprese nord americane come acquirenti o come acquisite e suggeriscono un'evidenza incerta.²⁴

Il contributo pionieristico in questo campo, Harris & Ravenscraft (1991), utilizza un campione di 1273 *target* statunitensi per gli anni 1970-87 e mostra come i guadagni degli azionisti delle imprese acquisite siano maggiori, controllando per effetti di tempo e di industria, per le acquisizioni *cross border* che per quelle domestiche. Questo risultato è stato poi parzialmente confermato da Kang (1993): per un campione di

²³ Tali autori in realtà utilizzano dati contabili e non dati azionari, ma per analogia agli argomenti di finanza ne trattiamo in questo paragrafo.

²⁴ Dati contabili sono stati utilizzati da Baldwin, 1995 (si veda la sezione 3.3), da Vander Vennet, 1996 (si veda la sezione 3.5), e da Benfratello, 1999b (si veda la sezione 4). Per una rassegna delle cause delle acquisizioni internazionali si veda Harris & Ravenscraft (1991).

acquisizioni giapponesi in USA, i più elevati guadagni per i *target* sono confermati solo in caso della vendita di una partecipazione di maggioranza, e si riscontra anche per gli azionisti dell'acquirente. Tuttavia, Dewenter (1995) ha successivamente mostrato – usando dati su *target* americani nel settore chimico e della distribuzione – che i positivi *excess returns* degli azionisti delle imprese acquisite non dipendono direttamente dalla nazionalità dell'offerente ma dalle caratteristiche della transazione (per es. offerta ostile o amichevole, offerta singola o multipla).

3.2 Studi basati sui dati della Federal Trade Commission

La Federal Trade Commission (FTC) statunitense ha raccolto alla fine degli anni '70 – usando il suo potere di agenzia governativa – alcuni dati non disponibili pubblicamente. Questi dati sono stati estensivamente utilizzati dagli studiosi di economia industriale; tra essi, Ravenscraft & Scherer (1987) da un lato e Mueller (1985) dall'altro li hanno usati per valutare l'effetto delle fusioni.

Anche se i dati usati in questi due studi sono differenti, il periodo coperto e le implicazioni sono simili, giustificando così il trattamento nello stesso paragrafo.

Mueller (1985) analizza l'effetto delle fusioni su una variabile di *performance* fino ad allora quasi completamente trascurata dalla letteratura: la quota di mercato. Usando dati sulle maggiori 1.000 imprese manifatturiere statunitensi nel 1950 e nel 1972 ("FTC Corporate Patterns Study"), l'autore analizza un campione di 209 *target* e 123 imprese acquirenti e un campione di controllo approssimativamente della stessa dimensione. Confrontando la quota di mercato detenuta dalle imprese acquisite in operazioni conglomerali nel 1950 e nel 1972, Mueller riscontra – sotto diverse specificazioni del modello – come le fusioni abbiano un effetto molto negativo sulle quote di mercato. Per le fusioni orizzontali, l'autore confronta la somma delle quote di mercato detenute dall'acquirente e dall'acquisita nel 1950 con la quota di mercato detenuta dall'acquirente nel 1972: anche in questo caso l'effetto dell'acquisizione sulla quota di mercato è negativa, sebbene esso sia quantitativamente minore rispetto alle fusioni conglomerali.²⁵

Ravenscraft & Scherer (1987) hanno usato dati tratti dalla *FTC Line-of-business program*, nel quale più di 450 tra le maggiori imprese statunitensi hanno fornito dati disaggregati a livello di divisioni (*lines of business*, LBs) per il periodo 1974-77.

²⁵ L'effetto delle fusioni sulle quote di mercato era stato studiato in precedenza solo da Goldberg (1973), il quale usando un campione più piccolo e più concentrato in specifici settori di quello di Mueller, non trova significativi cambiamenti nelle quote di mercato indotti dalle acquisizioni. Tuttavia, come lo stesso Mueller, 1985, p. 266 sottolinea, l'analisi di Goldberg si basa su un breve periodo post acquisizione (3,5 anni in media contro gli 11 del campione di Mueller).

Questo tipo di dati permette analisi molto più precise di quelle basate su dati di contabili, dove la valutazione dell'impatto delle fusioni è resa difficoltosa dalla diversificazione produttiva caratteristica delle grandi imprese, in particolare consentendo un migliore confronto con il gruppo di controllo.²⁶ Sfortunatamente, il disinteresse dell'amministrazione Reagan nei confronti della politica antitrust ha condotto all'abbandono dei progetti della FTC basati su questo tipo di dati.

Il principale risultato di Ravenscraft & Scherer è che la redditività delle divisioni diminuisce con l'aumentare della percentuale degli *assets* acquisiti tramite una fusione nel periodo 1950-77; tale risultato ancora più significativo se si considera che dai loro dati si desume che la redditività delle unità acquisite era sopra la media al momento dell'acquisizione. Per controllare se l'effetto negativo sia dovuto al *goodwill bias* visto in precedenza (sezione 2.2) essi dividono le *lines of business* secondo che fosse stata fatta, successivamente all'acquisizione, una rivalutazione degli *asset*; per tali divisioni usano misure di redditività diverse da reddito operativo/*assets* (quali reddito operativo/fatturato, *cash-flow*/fatturato) che non risentono della rivalutazione. Il risultato di un effetto negativo delle acquisizioni è confermato anche utilizzando misure alternative, sebbene la rivalutazione degli *asset* abbia un certo effetto distorsivo.

Infine, gli autori rigettano alcune ipotesi che potrebbero giustificare la diminuzione nella redditività, come un effetto di regressione verso la media e politiche finanziarie miopi da parte delle imprese controllanti (unità acquisite trattate come “*cash cows*”), suggerendo pertanto che la diminuzione di redditività sia dovuta alla *perdita di controllo* sulle unità acquisite a causa di una più complessa struttura organizzativa e alla perdita di motivazione manageriale.^{27 28}

I risultati dei lavori di Mueller e Ravenscraft & Scherer sono simili, e suggeriscono che l'ondata di fusioni conglomerali verificatasi negli Stati Uniti negli anni '60 ha avuto effetti molto negativi sulla redditività e sulle quote di mercato e ha

²⁶ Nondimeno, sono state mosse critiche anche a questo tipo di dati (Benston, 1985). Si veda in proposito Martin (1993), cap. 17.

²⁷ Questi risultati sono confermati – anche se parzialmente – per un particolare sottoinsieme delle acquisizioni, i *tender offers*, per il quale si riscontra un effetto complessivamente neutrale (si veda Ravenscraft & Scherer, 1987b). E' interessante notare come il risultato di un effetto negativo delle fusioni non si trova per un altro piccolo sottoinsieme di operazioni, cioè quando le imprese che si fondono hanno dimensioni simili (cioè il loro attivo differisce di un fattore non più grande di due), rinforzando la conclusione che la perdita di controllo manageriale è la ragione per la diminuzione della redditività. Per un sommario generale dei loro risultati si veda Scherer & Ross (1990), p. 172.

²⁸ L'analisi di Ravenscraft & Scherer si incentra anche sull'attività di cessione delle LBs da parte delle imprese nel periodo 1975/81. Non si tratterà in questa sede di tale parte della loro analisi, che appartiene al filone di studio – nato nella metà degli anni '80 – delle acquisizioni *parziali*, perché essa riguarda più le motivazioni che gli effetti delle acquisizioni. Per tale aspetto della loro analisi e per una dettagliata lista di referenze sulle acquisizioni parziali si veda Ravenscraft & Scherer (1991).

condotto alla successiva fase di disinvestimenti che ha caratterizzato la fine degli anni '70. Inoltre, il trattamento di Ravenscraft & Scherer degli effetti delle diverse regole contabili sulle misure di redditività è molto interessante e mostra la necessità di usare particolare cautela nell'utilizzare dati contabili. Dal punto di vista metodologico, il loro lavoro è di particolare rilievo poiché utilizza dati relativi a entità più piccole che le imprese: in tal senso, esso apre la strada al tipo di studi analizzato nella prossima sezione.

3.3 Studi basati su dati a livello di stabilimento (effetti sulla produttività)

Durante gli anni '80 le critiche e le difficoltà viste in precedenza sulla misurazione della redditività e sulla affidabilità dei dati di impresa hanno condotto alcuni economisti industriali a focalizzarsi su dati riferiti a singoli stabilimenti.

Tali studi, condotti all'interno di più grandi progetti di ricerca concordati con gli organi statistici ufficiali, a causa della confidenzialità delle informazioni contenute in tali tipi di dati, hanno l'obiettivo di analizzare l'effetto delle fusioni sulla produttività (condizionatamente alla disponibilità di dati, la *total factor productivity* (TFP) o la meno affidabile produttività del lavoro) e quindi sui costi. In tal senso, essi sono la naturale evoluzione dei lavori visti in precedenza (sezione 2.2), ma con la principale differenza che essi considerano la possibilità di riduzione dell'inefficienza interna o di tipo X come una fonte – assieme alle economie di scala – di guadagni di produttività.

Il lavoro pionieristico in questo campo è stato quello di Lichtenberg & Siegel (1987), i quali utilizzano un *database* del Census statunitense, composto di 20000 impianti operanti senza interruzione nel periodo 1972-1981, e mostrano come in media gli impianti americani che cambiano proprietà (qualsiasi tipo di cambiamento: fusione o acquisizione, domestica o straniera) hanno minori tassi di crescita della TFP prima del cambiamento della proprietà e maggiori in seguito. Lichtenberg & Siegel identificano in fattori manageriali la causa di tale miglioramento: il *turnover* degli impianti sarebbe infatti guidato dalla ricerca di impianti con un migliore *matching* tra le caratteristiche del *management* e quelle dell'impianto.²⁹

I loro risultati divergono nettamente da quelli di Ravenscraft & Scherer, secondo i quali, come descritto nella sezione precedente, i *target* presentano, prima

²⁹ In successivi lavori gli autori hanno investigato altri aspetti connessi al cambiamento di proprietà, come gli effetti sulla diversificazione, trovata essere correlata negativamente con la produttività (si veda Lichtenberg, 1992b), e gli effetti su un particolare tipo di impianto, cioè gli uffici centrali (si veda la sezione 3.6). Inoltre, per un sottoinsieme di cambiamenti di proprietà, i *leveraged buy-outs*, essi trovano una produttività sopra la media prima dell'acquisizione (si veda Lichtenberg & Siegel, 1991). Tutti questi lavori sono raccolti in Lichtenberg (1992a).

dell'acquisizione, una redditività sopra la media e l'effetto dell'acquisizione sulla redditività è negativo. Lichtenberg & Siegel spiegano tale differenza il diverso arco temporale utilizzato: il campione di Ravenscraft & Scherer si riferisce agli anni '60 e '70, caratterizzati da un'ondata di acquisizioni conglomerali, mentre Lichtenberg & Siegel analizzano il periodo 1972-1981, caratterizzato da un processo di disinvestimento. Inoltre, l'analisi di Lichtenberg & Siegel presenta alcuni limiti: non distingue fra i vari tipi di cambiamento di proprietà (fusioni conglomerali, orizzontali o verticali), non identifica la nazionalità dell'acquirente né se lo stabilimento appartenesse all'impresa acquirente o a quella acquisita.

I risultati di Lichtenberg & Siegel sono stati successivamente migliorati da McGuckin & Nguyen (1995). Usando un *database* composto da impianti statunitensi del settore alimentare per il periodo 1977/87, che include anche impianti di piccole dimensioni, essi hanno trovato che la produttività è più alta – paragonata alla media dell'industria – per gli impianti che cambiano proprietà, un risultato opposto a quello di Lichtenberg & Siegel. Tuttavia, essi verificano che tale divergenza è dovuta ai differenti campioni, in particolare al fatto che il campione di Lichtenberg & Siegel contiene impianti più grandi della media. D'altro canto, McGuckin & Nguyen hanno confermato i risultati di Lichtenberg & Siegel che la produttività degli impianti che cambiano proprietà aumenta dopo tale cambiamento, indipendentemente dal tipo di cambiamento di proprietà – acquisizione completa o disinvestimento della divisione – ma che questo effetto positivo diminuisce con la dimensione dell'impianto.³⁰

Risultati più dettagliati sono stati ottenuti utilizzando dati su impianti canadesi per il periodo 1970/79 da Baldwin (1995). Distinguendo gli impianti che cambiano proprietà in quattro gruppi, a seconda che il cedente esca o meno dall'industria e che l'acquirente entri nell'industria o sia già presente, l'autore conferma il risultato secondo cui gli impianti che cambiano proprietà hanno una produttività più alta rispetto alla media prima dei cambiamenti di proprietà. Inoltre, l'effetto del cambiamento di proprietà sulla produttività è particolarmente positivo nel caso in cui il cedente esca dall'industria e l'acquirente sia un'impresa già operante; negli altri casi vi è un leggero aumento di produttività o nessun miglioramento. Nessuna particolare differenza è invece riscontrata tra le acquisizioni effettuate da imprese estere e quelle effettuate da imprese canadesi.

³⁰ McGuckin, Nguyen & Reznik (1995), utilizzando lo stesso campione, verificano che l'aumento di produttività non è stato causato da una riduzione delle attività, con l'eliminazione delle attività meno produttive, né da una diminuzione dei salari.

3.4 Case studies di specifici effetti delle fusioni

L'approccio *case study*, cioè lo studio descrittivo di specifici settori, è l'approccio originariamente usato in economia industriale empirica; tuttavia, a partire dall'inizio degli anni '50 l'approccio econometrico applicato a dati *inter-industries*, cioè riferiti a una pluralità di industrie, si è imposto come la metodologia dominante all'interno dell'approccio Struttura-Condotto-Performance. Tuttavia, l'approccio econometrico *inter-industries* è stato a sua volta criticato a partire dai primi anni '80: si è messo in evidenza, infatti, come il comportamento delle imprese fosse trascurato a beneficio di variabili di struttura e come esista una componente idiosincratca all'interno di ogni industria, trascurata dagli studi *cross-section*. Tale critica ha portato alla nascita di nuovi studi di settore, a differenza dei precedenti econometrici e rigorosamente basati sulla teoria formale, studi che portano il nome di *New Empirical Industrial Organization* (NEIO).³¹

Lo studio degli effetti delle fusioni e acquisizioni ha ovviamente risentito, anche se al momento in misura lieve, di questo generale cambiamento nella metodologia usata in economia industriale applicata. In particolare, l'impossibilità di derivare relazioni aventi validità generale è stata particolarmente sentita, anche a causa dei risultati non significativi ottenuti dalle stime statistiche³²; inoltre, il *revival* di *case studies* nei giornali economici ha avuto due differenti forme: da un lato, ci sono stati i *case studies* "econometrici", che combinano entrambi gli approcci: il focalizzarsi su poche fusioni in specifici mercati e su specifiche variabili (come i prezzi, i costi, i livelli di output, ecc.) ma testando statisticamente se le fusioni hanno avuto un impatto su tali variabili; dall'altro, anche in finanza si è verificato un rinnovato interesse in questo tipo di studi, come una reazione esplicita agli studi econometrici e probabilmente a causa dell'evidenza contraddittoria che tali tecniche hanno offerto.^{33 34}

I lavori del primo tipo cominciano ad essere cospicui numericamente. Barton & Sherman (1984) analizzano l'effetto sui prezzi dei prodotti nel caso Xidex del 1981,

³¹ Per una chiara distinzione tra i due approcci si veda Sembenelli (1997). Per una rassegna dei lavori empirici condotti sotto il paradigma Struttura-Condotto-Performance e nell'ambito della NEIO si veda Martin, 1993, cap. 16-18.

³² Una differente reazione a questo tipo di problemi è la stratificazione dei campioni secondo le caratteristiche delle imprese coinvolte analizzata in precedenza (si veda la sezione 3.1).

³³ Esempi di tali lavori nel campo della finanza sono i "*Clinical Papers*" regolarmente pubblicati sul *Journal of Financial Economics*. Come esempio della reazione ai lavori econometrici inconclusivi si veda *Editorial, Journal of Financial Economics* (1989), p. 4. Anche se il riferimento è genericamente agli studi di finanza, tale osservazione si applica certamente anche agli studi sulle fusioni e acquisizioni.

³⁴ Per alcuni recenti *case studies* si veda Fisher & Lande (1983), pp. 1619/1624 e Weston, Chung & Siu (1990) cap. 21. E' interessante notare come i *case studies* trovino un'alta variabilità degli effetti delle fusioni (da fallimenti totali a incredibili successi) e una grossa difficoltà nel prevedere tali effetti.

dove tale impresa, *leader* nel settore dei microfilm, fu accusata dalla *Federal Trade Commission* di comportamenti anticoncorrenziali per avere aumentato i prezzi dopo l'acquisto di due concorrenti; gli autori riscontrano che tali acquisizioni hanno effettivamente causato un significativo aumento di prezzo e che gli extra profitti generati dall'acquisizione hanno coperto in soli due anni il prezzo pagato per il controllo dei due rivali. Schumann, Rogers & Reitzes (1992) utilizzano l'approccio tipico della NEIO, basato sulla stima di un'equazione del prezzo in forma ridotta a partire dalle funzioni di domanda e di offerta, e riscontrano un non uniforme effetto prezzo in tre industrie con acquisizioni orizzontali: diossido di titanio, cemento e cartone. Gallet (1996) analizza l'effetto sul potere di mercato di quattro fusioni nel settore dell'acciaio negli Stati Uniti, riscontrando in due dei quattro casi un significativo aumento nel potere di mercato delle aziende coinvolte nella fusione. Pesendorfer (1998), utilizzando un'equazione di equilibrio degli investimenti, calcola l'effetto sui costi marginali, sul benessere collettivo e sui profitti delle imprese coinvolte o meno nell'ondata di fusioni nel settore cartario negli Stati Uniti nella metà degli anni '80; l'autore rileva una forte diminuzione dei costi a seguito delle fusioni, il che determina un aumento dei profitti delle imprese coinvolte nelle fusioni, un lieve aumento del *surplus* dei consumatori e una perdita da parte delle imprese rivali, di modo che l'effetto totale sul benessere collettivo è positivo. Prager & Hannan (1998) analizzano le fusioni orizzontali tra banche statunitensi e riscontrano una significativa riduzione del tasso sui depositi, inferendo pertanto un aumento nel potere di mercato.

Infine, una serie di lavori analizzano il settore del trasporto aereo dove la contemporanea presenza di un'elevata disponibilità di dati non contabili e di un elevato numero di acquisizioni facilita questo tipo di studi.

In particolare, Borenstein (1990), Werden, Joskow & Johnson (1991) e Brueckner, Dyer & Spiller (1992) hanno analizzato, con metodologie differenti, due fusioni di notevole dimensioni tra operatori statunitensi, trovando peggiori livelli qualitativi e prezzi più alti, anche in presenza di guadagni di efficienza. Kim & Singal (1993) esaminano l'effetto di 14 fusioni tra operatori statunitensi tra il 1985 e il 1988: i loro risultati mostrano come vi sia stato un incremento del 10% circa delle tariffe, per le imprese partecipanti alla fusione così come per quelle rivali, mentre nel caso in cui le imprese coinvolte nella fusione fossero in crisi l'aumento è molto più consistente. Inoltre, gli autori riscontrano una correlazione positiva tra l'aumento dei prezzi e l'aumento della concentrazione anche per le tratte servite da un solo partecipante alla fusione e dove pertanto non ci dovrebbe essere un aumento di potere di mercato: gli autori concludono che l'aumento sia dovuto all'aumento di *multimarket contact*, cioè al fatto che le acquisizioni, aumentando il numero di mercati in cui le medesime imprese si

fronteggiano, spingono le imprese ad avere comportamenti meno aggressivi nei confronti dei rivali.³⁵

In conclusione, i lavori della NEIO applicati alle fusioni e acquisizioni usano approcci molto diversi fra loro e l'evidenza che essi suggeriscono è frammentaria. Tale risultato non è tuttavia un limite di questi lavori quanto un'inevitabile conseguenza dell'obiettivo della NEIO di descrivere, basandosi su test statistici, specifiche situazioni invece di cercare, come l'approccio Struttura-Condotta-Performance, relazioni aventi validità generale.

3.5 La misurazione dell'impatto delle fusioni sull'efficienza

A partire dal seminale lavoro di Leibenstein (1966), la questione della inefficienza-X è divenuta un tema centrale nella teoria economica, come già accennato nella sezione 2.2, di modo che essa è adesso considerata almeno altrettanto importante delle economie di scala o di scopo nel determinare la *performance* delle imprese.

Lo studio dell'efficienza si basa sulla definizione di una frontiera, determinata dalla tecnologia disponibile a tutte le imprese di un settore, e sulla misurazione della posizione della singola impresa rispetto a tale frontiera. L'efficienza considerata può essere l'*efficienza tecnica*, cioè l'uso ottimale di fattori per raggiungere un dato output, analizzata attraverso le frontiere di produzione, ovvero l'*efficienza economica*, ossia l'efficienza con cui si raggiungono determinati obiettivi economici quali la minimizzazione dei costi o la massimizzazione del profitto, la cui misurazione necessita della definizione di un diverso tipo di frontiera, rispettivamente di costo o di profitto.³⁶

Questo approccio è stato recentemente applicato anche agli effetti delle fusioni e acquisizioni cambiamenti di proprietà, in particolare nella letteratura sugli effetti post-privatizzazione ma anche alle fusioni e acquisizioni.³⁷

I pochi risultati attualmente disponibili – quasi esclusivamente concentrati nel settore bancario – sono ancora assai frammentari. Vander Venet (1996) analizza un campione di 492 *take-overs* di banche europee – sia domestici che transnazionali – per il periodo 1988-92; dividendo il suo campione in quattro sottogruppi (acquisizioni

³⁵ La conclusione che l'aumento di *multimarket contact* sia rilevante per l'aumento delle tariffe è confermata in un successivo lavoro da Singal (1996).

³⁶ La letteratura sull'efficienza e sulle metodologie per misurarla è cresciuta esponenzialmente negli ultimi anni. Per una rassegna si vedano Fried, Lovell & Schmidt, eds, 1993 e Coelli, Rao & Battese, 1998.

³⁷ Studi che analizzano gli effetti della privatizzazione sono Hammond, 1992, Waddams-Price & Weiman-Jones, 1996 e Boussofiane, Martin & Parker, 1997, per il Regno Unito e Fraquelli & Erbetta, 1999 per l'Italia (per i risultati di quest'ultimo lavoro si veda la sezione 4, *infra*, in nota).

domestiche di partecipazioni di maggioranza, acquisizioni domestiche integrali, fusioni domestiche tra imprese della stessa dimensione, acquisizioni *cross-border*), l'autore trova un miglioramento nell'efficienza e nella redditività per le fusioni domestiche tra imprese della stessa dimensione e le acquisizioni *cross-border*. Mentre le economie di scala e di scopo possono spiegare questo risultato per il primo gruppo, per le acquisizioni *cross-border* è probabile che il risultato sia dovuto a un aumento dell'efficienza operativa. Akhavein, Berger & Humphrey (1997) usano una frontiera di profitto per misurare l'effetto delle fusioni tra banche di notevoli dimensioni negli Stati Uniti, trovando un miglioramento significativo nell'efficienza relativa alla frontiera, miglioramento dovuto principalmente a cambiamento nel loro *mix* di prodotti, mentre Peristiani (1997) trova un effetto negativo delle acquisizioni sull'efficienza tecnica per un campione di fusioni e acquisizioni di banche statunitensi negli anni '80. Lang & Welzel (1999) non riscontrano un aumento dell'efficienza di costo per 283 fusioni tra banche tedesche avvenute tra il 1989 e il 1997.³⁸

Infine, Resti (1998) e Benfratello (1999a) hanno analizzato gli effetti delle acquisizioni sull'efficienza – rispettivamente – nel settore bancario e della pasta in Italia. Per una descrizione dei loro risultati si rimanda alla sezione 4, dedicata all'evidenza nel nostro paese.

3.6 Effetti delle acquisizioni sul lavoro

Gli studiosi di economia industriale hanno – oltre ad analizzare l'effetto delle acquisizioni sulla redditività delle imprese – esaminato anche l'effetto sul fattore lavoro, in termini di quantità utilizzata, relativo salario e contratti impliciti tra i lavoratori e i vecchi proprietari e/o manager.

Il primo contributo in tal senso è quello di Brown & Medoff (1988), i quali riportano limitati effetti negativi sul numero dei lavoratori e sui salari per un campione di imprese del Michigan che hanno cambiato proprietà.

Tale risultato è stato approfondito in numerose direzioni. Da un lato, Baghat, Schleifer & Visny (1990) e Gokhale, Groshen & Neumark (1995) si focalizzano solo sui *take-over* ostili, cioè osteggiati dai manager dell'impresa oggetto di acquisizione, nei quali è più probabile una ristrutturazione da parte dei nuovi proprietari. I primi analizzano 62 casi di *take-overs* ostili statunitensi verificatisi tra il 1984 e il 1986 e trovano che una parte (dal 10% al 26%) dei guadagni delle imprese acquisite, cioè il

³⁸ Un aspetto differente è affrontato da Grabowski, Mathur & Rangan (1995), i quali mostrano come le banche statunitensi soggette alla minaccia di *takeover* sono tecnicamente più efficienti di quelle non soggette alla stessa minaccia.

premio pagato per esse dagli acquirenti, può essere spiegato da una riduzione nel numero dei lavoratori, soprattutto quelli dell'area amministrativa ("*white collars*"). I secondi, invece, riprendono l'idea contenuta nel *case study* di Schleifer & Summers (1988), i quali sostengono che i *take-over* ostili hanno un effetto sui contratti impliciti esistenti tra il vecchio management e i lavoratori delle imprese acquisite, contratti che prevedono salari maggiori rispetto alla produttività marginale del lavoro e/o aumenti più rapidi in funzione dell'anzianità. Gli autori riscontrano, per un campione di imprese statunitensi localizzate nello stato dell'Ohio acquisite negli anni '80, che le imprese acquisite in *take-overs* ostili mostrano un significativo cambiamento nei profili dei lavoratori, con una riduzione dei profili più alti, e un appiattimento delle differenze salariali tra i vari profili, risultati consistenti con l'ipotesi che i *take-overs* ostili annullano i preesistenti contratti impliciti.

D'altro canto, Lichtenberg & Siegel (1990) analizzano in dettaglio l'effetto dei cambiamenti di proprietà sugli stabilimenti ausiliari, cioè gli uffici centrali in cui vengono svolte le funzioni amministrative, di supporto e di ricerca e sviluppo, i quali sono gli stabilimenti verso cui – a priori – più probabili sono gli interventi di ristrutturazione da parte degli acquirenti. Per tali stabilimenti, gli autori trovano che il cambiamento di proprietà provoca una drastica riduzione del numero dei lavoratori e del loro salario, riduzione molto maggiore rispetto a quella verificatasi negli stabilimenti produttivi che sono stati acquisiti. Distinguendo per tipo di lavoratore, inoltre, gli autori riscontrano che il numero complessivo di lavoratori impegnati nella ricerca e sviluppo resta praticamente immutato a seguito del cambiamento di proprietà.

Un differente approccio è stato, infine, utilizzato da Haynes & Thompson (1999) i quali analizzano l'effetto delle fusioni sulla domanda di lavoro delle imprese inglesi del settore del credito cooperativo ("*building societies*"), interessato da un'intensa concentrazione nel corso degli anni '80. Essi riscontrano un significativo aumento della domanda di lavoro l'anno dell'incorporazione e una significativa diminuzione per i tre anni successivi: gli autori interpretano questi risultati come l'evidenza che le imprese acquisite e successivamente fuse erano meno efficienti delle acquirenti, ma che il successivo processo di ristrutturazione, con razionalizzazione e conseguente eliminazione di attività duplicate, ha condotto a una diminuzione della domanda di lavoro.

4. L'evidenza per l'Italia

La struttura finanziaria e produttiva italiana ha presentato fino agli anni '80 alcune caratteristiche che hanno limitato il fenomeno della riallocazione proprietaria.

Infatti, la forte presenza dello Stato nell'attività produttiva, con l'obiettivo del salvataggio di imprese in crisi, la ristrettezza dei mercati finanziari, quello borsistico *in primis*, la struttura proprietaria di tipo familiare tipica delle aziende italiane e la mancanza di intermediari specializzati sono stati fattori che hanno limitato il fenomeno della crescita esterna delle imprese italiane.

Nel corso degli anni '80, tuttavia, tali vincoli si sono allentati, di modo che si è verificata nel nostro paese un'ondata di fusioni e acquisizioni simile a quella verificatasi negli altri paesi occidentali. Tale fenomeno, unito all'ampliata disponibilità di dati contabili e alla sistematica raccolta di informazioni sulle fusioni e acquisizioni operata da Nomisma a partire dal 1982, ha provocato le prime analisi quantitative, e non meramente descrittive come in passato, in tema di fusioni e acquisizioni.

I principali lavori che hanno adottato la metodologia "tradizionale" di Economia Industriale – descritta nella sezione 2.2 – sono Guelpa (1992), alcuni lavori elaborati, in periodi e con dati diversi, all'interno di uno specifico progetto della Banca d'Italia sulla riallocazione proprietaria e Benfratello (1999b). Resti (1998) e Benfratello (1999a) analizzano l'impatto delle acquisizioni sull'efficienza tecnica delle imprese acquisite nei settori, rispettivamente, bancario e della pasta mentre Caprio & Floreani (1996) utilizzano l'approccio *event study* tipico della finanza.³⁹

Guelpa (1992), utilizzando un campione di 152 imprese acquirenti e 117 acquisite nel periodo 1983-87, riscontra che gli unici effetti *ex-post* significativi riguardano le acquisite, per le quali si riscontra il miglioramento nella redditività globale (ROE), dovuto anche alla diminuzione degli oneri finanziari sul fatturato, a sua volta dovuto probabilmente al fatto che molte delle imprese *target* passano, a seguito dell'acquisizione, da imprese indipendenti a imprese appartenenti a un gruppo, con conseguente accentramento della funzione finanziaria.

L'analisi condotta dai ricercatori della Banca d'Italia ha affrontato il tema più generale della riallocazione della proprietà in Italia, studiando anche altri aspetti

³⁹ Nel nostro paese una serie di lavori ha analizzato gli effetti di un particolare tipo di cambiamento di proprietà, le privatizzazioni. Tali lavori hanno utilizzato sia la metodologia tradizionale di Economia Industriale che quella basata sulla stima dell'efficienza. Tra i primi, Fraquelli & Fabbri (1998) trovano effetti positivi sulla redditività e sulla produttività del lavoro, mentre Benfratello (1999b) riscontra effetti poco significativi a seguito delle privatizzazioni, anche a causa di un miglioramento nella performance delle imprese privatizzate che si verifica *prima* della cessione in mani private. Infine, Fraquelli & Erbetta (1999) trovano un effetto positivo sull'efficienza tecnica esclusivamente per le imprese privatizzate acquisite da gruppi stranieri.

connessi al fenomeno delle fusioni e acquisizione, quali il ruolo degli intermediari finanziari, la struttura piramidale delle società italiane, ecc. (si veda Barca *et al.*, 1994). A tal fine, sono state utilizzate due indagini, quella sugli investimenti (Invind) condotta annualmente su un migliaio di imprese dalla Banca d'Italia, integrando o meno tali dati con dati di bilancio provenienti dalla Centrale dei Bilanci, e l'indagine Esetra, utilizzata per approfondire taluni aspetti tramite questionari dettagliati. Bianco & Signorini (1996) analizzano i cambiamenti di proprietà di 73 imprese acquisite nella seconda metà degli anni '80: tali imprese mostrano prima dell'acquisizione un fatturato per addetto e una crescita degli occupati significativamente minori rispetto al campione di controllo; a differenza di Guelpa, nessun effetto sembra emergere a seguito del cambiamento di proprietà. Inoltre, sulla base dei questionari, gli autori mostrano come la riallocazione della proprietà sia connessa a fenomeni di invecchiamento del proprietario e di crisi di liquidità; in quest'ultimo caso le banche creditrici svolgono spesso un ruolo propulsivo per il cambiamento di proprietà.

Benfratello (1999b) non riscontra alcun effetto per un campione costituito da imprese acquisite in operazioni passate al vaglio dalle autorità antitrust italiana e comunitaria nel periodo 1991-94; sorprendentemente, inoltre, le imprese indipendenti (cioè non facenti parte di un gruppo) acquisite da multinazionali presentano un significativo peggioramento delle *performance* nell'arco dei due anni successivi all'acquisizione.

Passando all'analisi dei lavori che utilizzano, in linea con le più recenti tendenze della letteratura, l'impatto delle acquisizioni sull'efficienza, Resti (1998) – per un campione di 67 acquisizioni bancarie in Italia – trova un miglioramento dell'efficienza tecnica, tanto maggiore quanto più le imprese coinvolte operano nello stesso mercato e quanto più esse sono simili dimensionalmente; Benfratello (1999a) valuta gli effetti delle acquisizioni sull'efficienza tecnica di nove imprese operanti nel settore della pasta acquisite nel corso degli anni '80 e inizio anni '90: l'analisi mostra un significativo effetto positivo per un periodo di sei anni successivi all'acquisizione, mentre sembra verificarsi una diminuzione dell'efficienza in periodi più lunghi.

Infine, Caprio & Floreani (1996) analizzano 37 acquisizioni di imprese quotate nel periodo 1981-1992. La loro analisi suggerisce effetti limitati per tali imprese: i loro corsi azionari mostrano forti aumenti solo nel periodo immediatamente *precedente* all'annuncio dell'acquisizione, suggerendo così l'esistenza di fenomeni di *insider trading*; nel periodo post acquisizione, invece, i corsi azionari ridiscendono a livelli solo leggermente superiori a quelli pre acquisizione.

La scarsa letteratura empirica nel nostro paese sembra così concordare, seppure con diverso grado di significatività statistica, sulla scarsa redditività delle imprese

acquisite, mentre discordanti evidenze appaiono riguardo agli effetti delle acquisizioni. Resta da augurarsi che l'interesse verso il soggetto e l'aumentata disponibilità di dati portino ad ulteriori verifiche di tale argomento.

5. Conclusioni

Le analisi empiriche in tema di effetti delle fusioni e acquisizioni, le quali vantano una lunga tradizione negli studi economici, si sono negli ultimi quindici anni arricchite di nuovi e importanti contributi, di modo che l'evidenza su tale soggetto si presenta oggi molto ricca ed eterogenea. Il presente lavoro ha cercato di mettere in evidenza l'evoluzione di tali studi, in termini di dimensione dei campioni utilizzati, di tipo di dati analizzati, di metodologie adottate e di temi affrontati.

L'aumentata disponibilità di dati ha permesso di andare oltre gli studi tradizionali basati, per quanto riguarda il filone di *Industrial Organization*, su dati contabili relativi a un numero ristretto di grandi imprese e limitati nel tempo e, per quanto riguarda il filone di *Financial Economics*, su campioni eterogenei anch'essi limitati dimensionalmente e temporalmente. Le recenti analisi sono state così caratterizzate da campioni più ampi sia nella dimensione *cross-section* che in quella temporale, il che ha permesso stratificazioni in funzione di specifiche caratteristiche delle imprese o delle transazioni; in tal senso, la dicotomia tra la letteratura di Economia Industriale e quella di Finanza si è attenuata, se non nella metodologia almeno nei temi trattati, e entrambi i filoni sono diventati più sfumati e hanno esplorato nuovi aspetti. Inoltre, la disponibilità di dati più disaggregati, quali dati relativi alle singole divisioni o agli stabilimenti, ha permesso di superare le critiche relative all'uso di dati contabili di impresa, derivanti dall'aggregazione di attività spesso diversificate; è da augurarsi che l'utilizzo di questo tipo di dati, al momento limitato all'esperienza nordamericana, si possa sviluppare anche in Europa. L'approccio della NEIO ha poi permesso una rigorosa analisi dei settori, non limitandosi a meri studi descrittivi ma testando econometricamente ipotesi ben precise fondate sulla teoria formale. Infine, si è sviluppato, anche se il numero di lavori in questo campo è ancora esiguo, lo studio dell'impatto delle fusioni e acquisizioni sull'uso delle risorse, lavoro *in primis*, e sull'efficienza delle imprese.

Abbiamo poi messo in evidenza la scarsa, ma crescente, letteratura esistente sulla realtà italiana. Nonostante il grave ritardo con cui questi studi sono stati effettuati in Italia, nell'ultima decade sono stati elaborati studi che adottano sia la metodologia tradizionale che le nuove metodologie proposte dalla letteratura.

Dal presente lavoro emerge come chiare conclusioni in merito agli effetti delle fusioni e acquisizioni non sembrano esistere. Vi è una generale concordanza che le acquisizioni portano a un migliore utilizzo delle risorse e che alcune caratteristiche delle transazioni (metodo di pagamento) o delle imprese coinvolte (controllate o meno da istituzioni finanziarie) esercitino un certo ruolo nel determinare gli effetti delle operazioni di fusione e acquisizione. Tuttavia, alcune questioni restano irrisolte, come l'effetto della nazionalità degli acquirenti e la *performance* di lungo periodo delle imprese coinvolte in tali operazioni.

L'esistenza di questioni irrisolte conduce all'ulteriore riflessione che, data l'eterogeneità di motivazioni sottostanti alle operazioni, inferire effetti univoci non è, in realtà, facile o forse necessario. In tale prospettiva, l'approccio suggerito dalla NEIO ha il vantaggio di non cercare generalizzazioni ma di concentrarsi sull'evidenza di uno specifico settore. La contemporanea ricerca di generalizzazioni ma al contempo anche di specifiche evidenze, consapevoli dei limiti di ciascun approccio, è – a parere di chi scrive – l'inevitabile futuro cammino della ricerca empirica sul tema degli effetti delle fusioni e acquisizioni.

Bibliografia

- Agrawal, A. & Jaffe, J. (1999):** The post-merger performance puzzle, Working paper 99-12-02, Department of Economics, Finance and Legal Studies, University of Alabama.
- Agrawal, A., Jaffe, J. & Mandelker, G. (1992):** The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly, *Journal of Finance*, XLVII, pp. 1605-1621.
- Akhavein, J., Berger, A. & Humphrey, D. (1997):** The effects of megamergers on efficiency and prices: evidence from a bank profit function, *Review of Industrial Organization*, 12, pp. 95-139.
- Armitage, S. (1995):** Event study methods and evidence on their performance, *Journal of Economic Surveys*, 8 (4), pp. 25-52.
- Auerbach, A., ed. (1988):** *Corporate takeovers: causes and consequences*, University of Chicago Press.
- Baldwin, J. (1995):** *The dynamics of industrial competition*, Cambridge University Press.
- Barca, F. et al. (1994):** *Assetti proprietari e mercato delle imprese*, vol. I, Il Mulino.
- Barton, D. & Sherman, R. (1984):** The price and profit effects of horizontal merger: a case study, *Journal of Industrial Economics*, 33, pp. 165-177.
- Benfratello, L. (1999a):** Beyond profitability: effects of acquisitions on technical efficiency and productivity in the Italian pasta industry, WP CERIS – CNR, 14/1999.
- Benfratello, L. (1999b):** Determinanti ed effetti delle fusioni e acquisizioni: un'analisi sulla base delle notifiche alle autorità antitrust, WP CERIS – CNR, 15/1999.
- Benston, G. (1985):** The validity of Profits-structure studies with particular reference to the FTC's Line of Business data, *American Economic Review*, 75 (1), pp. 37-67.
- Bhagat, S., Shleifer, A. & Visny, R. (1990):** Hostile takeovers in the 1980s: the return to corporate specialization, *Brooking papers on Economic Activity*, Microeconomics, pp. 1-71.
- Bianco, M. & Signorini, L. F. (1996):** Modelli di controllo, riallocazione e performance: alcune evidenze per l'Italia, in *Cambiamento delle istituzioni economiche e nuovo sviluppo in Italia e in Europa*, a cura di Beretta, S. & Bianchi, P., Il Mulino, pp. 165-196.
- Bishop, M. & Kay, J., eds. (1993):** *European Mergers and Merger Policy*, Oxford University Press.
- Borenstein, S. (1990)** Airline mergers, airport dominance and market power, *American Economic Review*, 80(2), pp. 400-404.
- Bousofiane, A., Martin, S. & Parker, D. (1997):** The impact on technical efficiency of the UK privatization programme, *Applied Economics*, 29, pp. 297-310.
- Brown, C. & Medoff, J. (1988):** The impact of firm acquisitions on labour, in A. Auerbach, ed.
- Brueckner, J., Dyer, N. & Spiller, P. (1992):** Fare determination in airline hub-and-spoke networks, *Rand Journal of Economics*, 23, pp. 309-344.
- Caprio, L. & Floreani, A. (1996):** I trasferimenti delle società quotate in Italia, Working paper Fondazione ENI Enrico Mattei, 8/1996.
- Caves, R. (1989):** Mergers, take-overs and economic efficiency, *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), pp. 151-174.
- Chang, S. (1998):** Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns, *Journal of Finance*, LIII, pp. 773-784.

- Coelli, T., Rao, P. & Battese, G. (1998):** *An Introduction to efficiency and productivity analysis*, Kluwer Academic Publishers.
- Coffee, J., Lowenstein, L. & Rose-Ackerman, S. (eds) (1988):** *Knights, Raiders and Targets: the impact of hostile takeover*, Oxford University Press.
- Cosh, A., Hughes, A., Lee, K. & Singh, A. (1989):** Institutional investment, mergers and the market for corporate control, *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), pp. 73-100.
- Cowling, K. et al. (1980):** *Mergers and economic performance*, Cambridge University Press.
- Cubbin, J. & Hall, G. (1979):** The use of real cost as an efficiency measure: an application to merging firms, *Journal of Industrial Economics*, XXVIII, pp. 73-88.
- Dewenter, K. (1995):** Does the market react differently to domestic and foreign takeover announcements? Evidence from the US chemical and retail industries, *Journal of Financial Economics*, 37 pp. 421-441.
- Eckbo, E. & Wier, P. (1985):** Antimerger policy under the Hart-Scott-Rodino Act: a reexamination of the market power hypothesis, *Journal of Law and Economics*, 28, pp. 119-149.
- Eckbo, E. (1983):** Horizontal mergers, collusion and stockholder wealth, *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 241-273.
- Fama, E. (1990):** Contract costs and financing decisions, *Journal of Business*, 63 (1), pp. S73-S91.
- Fisher, A. & Lande, R. (1983):** Efficiency considerations in merger enforcement, *California Law Review*, 71(6), pp. 1580-1696.
- Fisher, F. & McGowan, J. (1983):** On the misuse of Accounting rates of returns to infer monopoly profits, *American Economic Review*, 73(1), pp. 82-97.
- Fisher, F. (1987):** On the misuse of the profit-sales ratio to infer monopoly power, *Rand Journal of Economics*, 18(3), pp. 384-396.
- Fraquelli, G. & Fabbri, P. (1998):** Prima e dopo la privatizzazione: un confronto fra imprese operanti in concorrenza, *Economia e Politica Industriale*, 98, pp. 127-153.
- Fraquelli, G. & Erbetta, F. (1999):** Privatisation in Italy: an analysis of factors productivity and technical efficiency, WP CERIS – CNR, 5/1999.
- Fried, H., Lovell, K. & Schmidt, S., eds (1993):** *The measurement of Productive efficiency. Techniques and applications*, Oxford University Press.
- Gallet, C. (1996):** Mergers and market power in the US steel industry, *Applied Economic Letters*, 3, pp. 221-223.
- Gockhale, J., Groshen, E. & Neumark D. (1995):** Do hostile takeovers reduce extramarginal wage payments?, *Review of Economics and Statistics*, LXXVII(3), August, pp. 470-485.
- Goldberg, L. (1973):** The effect of conglomerate mergers on competition, *Journal of Law and Economics*, 16, April, pp. 137-158.
- Grabowski, R., Mathur, I. & Rangan, N. (1995):** The role of takeovers in increasing efficiency, *Managerial and Decision Economics*, 16, pp. 211-223.
- Guelpa, F. (1992):** *Crescita esterna e performance competitiva*, NIS.
- Hammond, C. (1992):** Privatisation and the efficiency of decentralised electricity generation: some evidence from inter-war Britain, *The Economic Journal*, 102, May, pp. 538-553.
- Harris, R. & Ravenscraft, D. (1991):** The role of acquisitions in foreign direct investment: evidence from US stock market, *Journal of Finance*, 46, pp. 825-844.
- Hay, D. & Morris, D. (1991):** *Industrial Economics*, Oxford University Press.

- Haynes, M. & Thompson, S. (1999):** Merger activity and employment: evidence from the UK mutual sector, *Empirica*, 26, pp. 39-54.
- Healy, P., Palepu, K. & Ruback, R. (1992):** Does corporate performance improve after mergers?, *Journal of Financial Economics*, 31, pp. 135-175.
- Hughes, A. (1993):** Mergers and the economic performance in the UK: A survey of the empirical evidence 1950-90, in Bishop, M. & Kay, J., eds.
- Hughes, A., Mueller, D. & Singh, A. (1980):** Hypotheses about mergers, in Mueller, D., ed.
- Jarrell, G., Brickley J. & Netter J. (1988):** The market for Corporate Control: The empirical evidence since 1980, *Journal of Economic Perspectives*, Winter 2(1), pp. 49-68.
- Jensen, M. & Ruback R. (1983):** The market for Corporate Control: The scientific evidence, *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 5-50.
- Jensen, M. (1986):** Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 76, May, pp. 323-329.
- Kang, J. (1993):** The international market for corporate control. Mergers and acquisitions of U.S. firms by Japanese firms, *Journal of Financial Economics*, 34, pp. 345-371.
- Keenan, M. & White, L., eds, (1982):** *Mergers and Acquisitions*, Lexington
- Kim, H. & Singal V. (1993):** Mergers and Market Power: Evidence from the Airline industry, *American Economic Review*, 83(3), pp. 549-569.
- Kumar, M. (1984):** *Growth, acquisition and investment. An analysis of the growth of industrial firms and their overseas activities*, Cambridge University Press.
- Lang, G. & Welzel, P. (1999):** Mergers among german cooperative banks: a panel-based stochastic frontier analysis, *Small Business Economics*, 13, pp. 273-286.
- Lang, L., Stultz, R. & Walking, R. (1991):** A test of the free cash flow hypothesis, *Journal of Financial Economics*, 29, pp. 315-335.
- Leibenstein, H. (1966):** Allocative inefficiency vs X-efficiency, *American Economic Review*, 56, pp. 392-415.
- Lewellen, W., Loderer, C. & Rosenfeld A. (1985):** Merger decisions and the executive stock ownership in acquiring firms, *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp. 209-231.
- Lichtenberg, F. (1992a):** *Corporate takeovers and productivity*, MIT Press.
- Lichtenberg, F. (1992b):** Industrial de-diversification and its consequences for productivity, *Journal of Economic Behaviour and Organisation*, 18, pp. 427-438
- Lichtenberg, F. & Siegel, D. (1987):** Productivity and changes in ownership in manufacturing plants, *Brooking papers on Economic activity*, (3), Microeconomic Issue, pp. 643-673.
- Lichtenberg, F. & Siegel, D. (1990):** The effects of ownership changes on the employment and wages of central offices and other personnel, *Journal of Law and Economics*, XXXIII, pp. 383-408.
- Lichtenberg, F. & Siegel, D. (1991):** The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behaviour, *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 165-194.
- Magenheim, E. & Mueller, D. (1988):** Are acquiring-firm shareholders better off after an acquisition?, in Coffe, J., Lowenstein, L. & Rose-Ackerman, S., eds.
- Maloney, M., McCormick, R. & Mitchell, M. (1993):** Managerial decision making and capital structure, *Journal of Business*, 66, april, pp. 189-217.
- Markham, J. (1955):** Survey of the evidence and findings on mergers, in Stigler, G. J., ed, *Business concentration and price policy*, NBER.
- Martin, S. (1993):** *Advanced Industrial Organisation*, Basil Blackwell.

- Mc Guckin, R., Nguyien, S. & Reznek A. (1995):** The impact of ownership change on employment, wages, and labour productivity in US Manufacturing 1977-87, CES Working Paper, US Bureau of the Census.
- McGuckin, R. & Nguyen, S. (1995):** On the productivity and plant ownership change: new evidence from the Longitudinal Research Database, *Rand Journal of Economics*, 26(2), pp. 257-276.
- Meeks, G & Meeks J. G. (1981):** Profitability measures as indicators of post-merger efficiency, *Journal of Industrial Economics*, XXIX, (4), June, pp. 335-344.
- Meeks, G. (1977):** *Disappointing Marriages: a study of the gains from mergers*, Cambridge University Press.
- Meeks, G. (1987):** Merger, in *The New Pelgrave Dictionary of Economics*, Eatwell, J., Milgate, M. & Newan P., eds, Mac Millan.
- Motta, M. (2000):** Fusioni orizzontali: analisi economica e disciplina comunitaria, *Mercato concorrenza regole*, II(2), pp. 211-243.
- Mueller, D., ed, (1980):** *The determinants and effects of mergers. An international comparison*, Oelgeschlager, Gunn & Hain e Cambridge University Press.
- Mueller, D. (1985):** Mergers and market share, *Review of Economics and Statistics*, 67, May, pp. 259-267.
- Mueller, D. (1992):** Mergers, in *The New Pelgrave Dictionary of Money and Finance*, Newan P., Milgate, M. & Eatwell, J., eds, Mac Millan.
- Mueller, D. (1995):** Mergers: Theory and evidence, in Mussati, ed.
- Mueller, D. (1996):** Antimerger policy in the United States: history and lessons, *Empirica*, 23, pp. 229-253.
- Mussati, G., ed, (1995):** *Mergers, market and Public Policy*, Kluwer.
- Newbould G. D. (1970):** *Management and Merger activity*, Guthstead.
- Pautler, P. & O'Quinn R. (1993):** Recent empirical evidence on mergers and acquisitions, *Antitrust Bulletin*, Winter, pp. 741-797.
- Peristiani, S. (1997):** Do mergers improve the X-Efficiency and Scale efficiency of U.S. banks? Evidence from the 1980s, *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(3), pp. 326-337.
- Pesendorfer, M. (1998):** Horizontal mergers in the paper industry, NBER WP 6751.
- Prager, R. & Hannan, T. (1998):** Do substantial horizontal mergers generate significant price effects? Evidence from the banking industry, *Journal of Industrial Economics*, XLVI (4), pp. 433-452.
- Pratten, C. (1971):** *Economies of scale in munufacturing industry*, Cambridge University Press.
- Ravencraft, D. & Scherer, F. M. (1987a):** *Mergers, sell-off and Economic Efficiency*, Brooking Institution.
- Ravencraft, D. & Scherer, F. M. (1987b):** Life After takeover, *Journal of Industrial Economics*, 36(2), December, pp. 147-156.
- Ravencraft, D. & Scherer, F. M. (1988):** Mergers and managerial performance, in Coffee et alias, eds.
- Ravencraft, D. & Scherer, F. M. (1989):** The profitability of mergers, *International Journal of Industrial Organization*, 7(1) March, pp. 101-116.
- Ravencraft, D. & Scherer, F. M. (1991):** Divisional sell-off: A hazard function analysis, *Managerial and Decision Economics*, 12(6), pp. 429-438.
- Resti, A. (1998):** Regulation can foster mergers, can mergers foster efficiency? The Italian case, *Journal of Economics and Business*, 50(2), pp. 157-169.

- Roll, R. (1986):** The Hubris hypothesis of corporate takeover, *Journal of Business*, 59, pp. 197-216.
- Scherer, F. M. & Ross, D. (1990):** *Industrial market structure and economic performance*, 3rd edition, Houghton Mifflin.
- Scherer, F. M., Beckenstein, A., Kaufer, E. & Murphy, R. D. (1975):** *The Economics of Multiplant operation: An international comparison study*, Harvard University Press.
- Schleifer, A. & Summers. L. (1988):** Breach of trust in Hostile takeovers, in A. Auerbach, ed.
- Schumann, L. (1993):** Patterns of abnormal returns and the competitive effect of horizontal mergers, *Review of Industrial Organization*, 8, pp. 679-696.
- Schumann, L., Rogers, R. & J. Reitzes (1992):** *Case studies of the price effects of horizontal mergers*, Federal Trade Commission, Bureau of Economics.
- Scott, J. (1989):** Purposive diversification as a motive for merger, *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), pp. 35-47.
- Sembenelli, A. (1997):** Dall'approccio SCP alla teoria dell'oligopolio il fabbisogno di dati dell'economista industriale applicato, *Economia e Politica Industriale*, 93, pp. 59-74.
- Singal, V. (1996):** Airline mergers and multimarket contact, *Managerial and Decision Economics*, 17, pp. 559-574.
- Singh, A. (1971):** *Takeovers: their relevance to the stock Market and the theory of the firm*, Cambridge University Press.
- Steiner, P. (1975):** *Mergers: motives, effects, policies*, University of Michigan Press.
- Stillman, R. (1983):** Examining antitrust policy towards horizontal mergers, *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 225-240.
- Utton, M. A. (1974):** On measuring the effects of industrial mergers, *Scottish Journal of Political Economy*, 21(1), February, pp.13-28.
- Vander Vennet, R. (1996):** The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions, *Journal of Banking and Finance*, 20(9), pp. 1531-1558.
- Waddams-Price, C. & Weyman-Jones, T. (1996):** Malmquist indices of productivity change in the UK gas industry before and after privatization, *Applied Economics*, 28, pp. 29-39.
- Werden, G., Joskow, A. & Johnson, R. (1991):** The effects of mergers on economic performance: two case studies from the airline industry, *Managerial and Decision Economics*, 12(5), pp. 341-352.
- Weston, F., Chung, K. & Siu, J. (1998):** *Takeovers, restructuring and corporate governance*, Prentice Hall.
- White, L. (1982):** Mergers and aggregate concentration, in Keenan, M. & White, L., eds.
- Williamson, O. (1968):** Economies as an antitrust defense: the welfare trade-offs, *American Economic Review*, 58(1), pp. 18-36.

WORKING PAPER SERIES (2000-1993)

2000

- 1/00 *Trasferimento tecnologico: analisi spaziale*, by Mario Coccia, March
- 2/00 *Poli produttivi e sviluppo locale: una indagine sulle tecnologie alimentari nel mezzogiorno*, by Francesco G. Leone, March
- 3/00 *La mission del top management di aziende sanitarie*, by Gian Franco Corio, March
- 4/00 *La percezione dei fattori di qualità in Istituti di ricerca: una prima elaborazione del caso Piemonte*, by Gian Franco Corio, March
- 5/00 *Una metodologia per misurare la performance endogena nelle strutture di R&S*, by Mario Coccia, April
- 6/00 *Soddisfazione, coinvolgimento lavorativo e performance della ricerca*, by Mario Coccia, May
- 7/00 *Foreign Direct Investment and Trade in the EU: Are They Complementary or Substitute in Business Cycles Fluctuations?*, by Giovanna Segre, April
- 8/00 *L'attesa della privatizzazione: una minaccia credibile per il manager?*, by Giovanni Fraquelli, May
- 9/00 *Gli effetti occupazionali dell'innovazione. Verifica su un campione di imprese manifatturiere italiane*, by Marina Di Giacomo, May
- 10/00 *Investment, Cash Flow and Managerial Discretion in State-owned Firms. Evidence Across Soft and Hard Budget Constraints*, by Elisabetta Bertero and Laura Rondi, June
- 11/00 *Effetti delle fusioni e acquisizioni: una rassegna critica dell'evidenza empirica*, by Luigi Benfratello, June
- 12/00 *Identità e immagine organizzativa negli Istituti CNR del Piemonte*, by Paolo Enria, August
- 13/00 *Multinational Firms in Italy: Trends in the Manufacturing Sector*, by Giovanna Segre, September
- 14/00 *Italian Corporate Governance, Investment, and Finance*, by Robert E. Carpenter and Laura Rondi, October
- 15/00 *Multinational Strategies and Outward-Processing Trade between Italy and the CEECs: The Case of Textile-Clothing*, by Giovanni Balcet and Giampaolo Vitali, December
- 16/00 *The Public Transit Systems in Italy: A Critical Analysis of the Regulatory Framework*, by Massimiliano Piacenza, December

1999

- 1/99 *La valutazione delle politiche locali per l'innovazione: il caso dei Centri Servizi in Italia*, by Monica Cariola and Secondo Rolfo, January
- 2/99 *Trasferimento tecnologico ed autofinanziamento: il caso degli Istituti Cnr in Piemonte*, by Mario Coccia, March
- 3/99 *Empirical studies of vertical integration: the transaction cost orthodoxy*, by Davide Vannoni, March
- 4/99 *Developing innovation in small-medium suppliers: evidence from the Italian car industry*, by Giuseppe Calabrese, April
- 5/99 *Privatization in Italy: an analysis of factors productivity and technical efficiency*, by Giovanni Fraquelli and Fabrizio Erbetta, March
- 6/99 *New Technology Based-Firms in Italia: analisi di un campione di imprese triestine*, by Anna Maria Gimigliano, April
- 7/99 *Trasferimento tacito della conoscenza: gli Istituti CNR dell'Area di Ricerca di Torino*, by Mario Coccia, May
- 8/99 *Struttura ed evoluzione di un distretto industriale piemontese: la produzione di casalinghi nel Cusio*, by Alessandra Ressico, June
- 9/99 *Analisi sistemica della performance nelle strutture di ricerca*, by Mario Coccia, September
- 10/99 *The entry mode choice of EU leading companies (1987-1997)*, by Giampaolo Vitali, November
- 11/99 *Esperimenti di trasferimento tecnologico alle piccole e medie imprese nella Regione Piemonte*, by Mario Coccia, November
- 12/99 *A mathematical model for performance evaluation in the R&D laboratories: theory and application in Italy*, by Mario Coccia, November
- 13/99 *Trasferimento tecnologico: analisi dei fruitori*, by Mario Coccia, December
- 14/99 *Beyond profitability: effects of acquisitions on technical efficiency and productivity in the Italian pasta industry*, by Luigi Benfratello, December
- 15/99 *Determinanti ed effetti delle fusioni e acquisizioni: un'analisi sulla base delle notifiche alle autorità antitrust*, by Luigi Benfratello, December

1998

- 1/98 *Alcune riflessioni preliminari sul mercato degli strumenti multimediali*, by Paolo Vaglio, January
- 2/98 *Before and after privatization: a comparison between competitive firms*, by Giovanni Fraquelli and Paola Fabbri, January
- 3/98 **Not available**
- 4/98 *Le importazioni come incentivo alla concorrenza: l'evidenza empirica internazionale e il caso del mercato unico europeo*, by Anna Bottasso, May
- 5/98 *SEM and the changing structure of EU Manufacturing, 1987-1993*, by Stephen Davies, Laura Rondi and Alessandro Sembenelli, November
- 6/98 *The diversified firm: non formal theories versus formal models*, by Davide Vannoni, December
- 7/98 *Managerial discretion and investment decisions of state-owned firms: evidence from a panel of Italian companies*, by Elisabetta Bertero and Laura Rondi, December
- 8/98 *La valutazione della R&S in Italia: rassegna delle esperienze del C.N.R. e proposta di un approccio alternativo*, by Domiziano Boschi, December
- 9/98 *Multidimensional Performance in Telecommunications, Regulation and Competition: Analysing the European Major Players*, by Giovanni Fraquelli and Davide Vannoni, December

1997

- 1/97 *Multinationality, diversification and firm size. An empirical analysis of Europe's leading firms*, by Stephen Davies, Laura Rondi and Alessandro Sembenelli, January
- 2/97 *Qualità totale e organizzazione del lavoro nelle aziende sanitarie*, by Gian Franco Corio, January
- 3/97 *Reorganising the product and process development in Fiat Auto*, by Giuseppe Calabrese, February
- 4/97 *Buyer-supplier best practices in product development: evidence from car industry*, by Giuseppe Calabrese, April
- 5/97 *L'innovazione nei distretti industriali. Una rassegna ragionata della letteratura*, by Elena Ragazzi, April
- 6/97 *The impact of financing constraints on markups: theory and evidence from Italian firm level data*, by Anna Bottasso, Marzio Galeotti and Alessandro Sembenelli, April
- 7/97 *Capacità competitiva e evoluzione strutturale dei settori di specializzazione: il caso delle macchine per confezionamento e imballaggio*, by Secondo Rolfo, Paolo Vaglio, April
- 8/97 *Tecnologia e produttività delle aziende elettriche municipalizzate*, by Giovanni Fraquelli and Piercarlo Frigero, April
- 9/97 *La normativa nazionale e regionale per l'innovazione e la qualità nelle piccole e medie imprese: leggi, risorse, risultati e nuovi strumenti*, by Giuseppe Calabrese, June
- 10/97 *European integration and leading firms' entry and exit strategies*, by Steve Davies, Laura Rondi and Alessandro Sembenelli, April
- 11/97 *Does debt discipline state-owned firms? Evidence from a panel of Italian firms*, by Elisabetta Bertero and Laura Rondi, July
- 12/97 *Distretti industriali e innovazione: i limiti dei sistemi tecnologici locali*, by Secondo Rolfo and Giampaolo Vitali, July
- 13/97 *Costs, technology and ownership form of natural gas distribution in Italy*, by Giovanni Fraquelli and Roberto Giandrone, July
- 14/97 *Costs and structure of technology in the Italian water industry*, by Paola Fabbri and Giovanni Fraquelli, July
- 15/97 *Aspetti e misure della customer satisfaction/dissatisfaction*, by Maria Teresa Morana, July
- 16/97 *La qualità nei servizi pubblici: limiti della normativa UNI EN 29000 nel settore sanitario*, by Efsio Ibba, July
- 17/97 *Investimenti, fattori finanziari e ciclo economico*, by Laura Rondi and Alessandro Sembenelli, rivisto sett. 1998
- 18/97 *Strategie di crescita esterna delle imprese leader in Europa: risultati preliminari dell'utilizzo del data-base Ceris "100 top EU firms' acquisition/divestment database 1987-1993"*, by Giampaolo Vitali and Marco Orecchia, December
- 19/97 *Struttura e attività dei Centri Servizi all'innovazione: vantaggi e limiti dell'esperienza italiana*, by Monica Cariola, December
- 20/97 *Il comportamento ciclico dei margini di profitto in presenza di mercati del capitale meno che perfetti: un'analisi empirica su dati di impresa in Italia*, by Anna Bottasso, December

1996

- 1/96 *Aspetti e misure della produttività. Un'analisi statistica su tre aziende elettriche europee*, by Donatella Cangialosi, February
- 2/96 *L'analisi e la valutazione della soddisfazione degli utenti interni: un'applicazione nell'ambito dei servizi sanitari*, by Maria Teresa Morana, February
- 3/96 *La funzione di costo nel servizio idrico. Un contributo al dibattito sul metodo normalizzato per la determinazione della tariffa del servizio idrico integrato*, by Giovanni Fraquelli and Paola Fabbri, February
- 4/96 *Coerenza d'impresa e diversificazione settoriale: un'applicazione alle società leaders nell'industria manifatturiera europea*, by Marco Orecchia, February
- 5/96 *Privatizzazioni: meccanismi di collocamento e assetti proprietari. Il caso STET*, by Paola Fabbri, February
- 6/96 *I nuovi scenari competitivi nell'industria delle telecomunicazioni: le principali esperienze internazionali*, by Paola Fabbri, February
- 7/96 *Accordi, joint-venture e investimenti diretti dell'industria italiana nella CSI: Un'analisi qualitativa*, by Chiara Monti and Giampaolo Vitali, February
- 8/96 *Verso la riconversione di settori utilizzatori di amianto. Risultati di un'indagine sul campo*, by Marisa Gerbi Sethi, Salvatore Marino and Maria Zittino, February
- 9/96 *Innovazione tecnologica e competitività internazionale: quale futuro per i distretti e le economie locali*, by Secondo Rolfo, March
- 10/96 *Dati disaggregati e analisi della struttura industriale: la matrice europea delle quote di mercato*, by Laura Rondi, March
- 11/96 *Le decisioni di entrata e di uscita: evidenze empiriche sui maggiori gruppi italiani*, by Alessandro Sembenelli and Davide Vannoni, April
- 12/96 *Le direttrici della diversificazione nella grande industria italiana*, by Davide Vannoni, April
- 13/96 *R&S cooperativa e non-cooperativa in un duopolio misto con spillovers*, by Marco Orecchia, May
- 14/96 *Unità di studio sulle strategie di crescita esterna delle imprese italiane*, by Giampaolo Vitali and Maria Zittino, July. **Not available**
- 15/96 *Uno strumento di politica per l'innovazione: la prospezione tecnologica*, by Secondo Rolfo, September
- 16/96 *L'introduzione della Qualità Totale in aziende ospedaliere: aspettative ed opinioni del middle management*, by Gian Franco Corio, September
- 17/96 *Shareholders' voting power and block transaction premia: an empirical analysis of Italian listed companies*, by Giovanna Nicodano and Alessandro Sembenelli, November
- 18/96 *La valutazione dell'impatto delle politiche tecnologiche: un'analisi classificatoria e una rassegna di alcune esperienze europee*, by Domiziano Boschi, November
- 19/96 *L'industria orafa italiana: lo sviluppo del settore punta sulle esportazioni*, by Anna Maria Gaibisso and Elena Ragazzi, November
- 20/96 *La centralità dell'innovazione nell'intervento pubblico nazionale e regionale in Germania*, by Secondo Rolfo, December
- 21/96 *Ricerca, innovazione e mercato: la nuova politica del Regno Unito*, by Secondo Rolfo, December
- 22/96 *Politiche per l'innovazione in Francia*, by Elena Ragazzi, December
- 23/96 *La relazione tra struttura finanziaria e decisioni reali delle imprese: una rassegna critica dell'evidenza empirica*, by Anna Bottasso, December

1995

- 1/95 *Form of ownership and financial constraints: panel data evidence on leverage and investment choices by Italian firms*, by Fabio Schiantarelli and Alessandro Sembenelli, March
- 2/95 *Regulation of the electric supply industry in Italy*, by Giovanni Fraquelli and Elena Ragazzi, March
- 3/95 *Restructuring product development and production networks: Fiat Auto*, by Giuseppe Calabrese, September
- 4/95 *Explaining corporate structure: the MD matrix, product differentiation and size of market*, by Stephen Davies, Laura Rondi and Alessandro Sembenelli, November
- 5/95 *Regulation and total productivity performance in electricity: a comparison between Italy, Germany and France*, by Giovanni Fraquelli and Davide Vannoni, December
- 6/95 *Strategie di crescita esterna nel sistema bancario italiano: un'analisi empirica 1987-1994*, by Stefano Olivero and Giampaolo Vitali, December
- 7/95 *Panel Ceris su dati di impresa: aspetti metodologici e istruzioni per l'uso*, by Diego Margon, Alessandro Sembenelli and Davide Vannoni, December

1994

- 1/94 *Una politica industriale per gli investimenti esteri in Italia: alcune riflessioni*, by Giampaolo Vitali, May
- 2/94 *Scelte cooperative in attività di ricerca e sviluppo*, by Marco Orecchia, May
- 3/94 *Perché le matrici intersettoriali per misurare l'integrazione verticale?*, by Davide Vannoni, July
- 4/94 *Fiat Auto: A simultaneous engineering experience*, by Giuseppe Calabrese, August

1993

- 1/93 *Spanish machine tool industry*, by Giuseppe Calabrese, November
2/93 *The machine tool industry in Japan*, by Giampaolo Vitali, November
3/93 *The UK machine tool industry*, by Alessandro Sembenelli and Paul Simpson, November
4/93 *The Italian machine tool industry*, by Secondo Rolfo, November
5/93 *Firms' financial and real responses to business cycle shocks and monetary tightening: evidence for large and small Italian companies*, by Laura Rondi, Brian Sack, Fabio Schiantarelli and Alessandro Sembenelli, December

Free copies are distributed on request to Universities, Research Institutes, researchers, students, etc.

Please, write to:

MARIA ZITTINO

Working Papers Coordinator

CERIS-CNR

Via Real Collegio, 30; 10024 Moncalieri (Torino), Italy

Tel. +39 011 6824.914; Fax +39 011 6824.966; m.zittino@ceris.cnr.it; <http://www.ceris.cnr.it>

Copyright © 2000 by CNR-Ceris

All rights reserved. Parts of this paper may be reproduced with the permission of the author(s) and quoting the authors and CNR-Ceris