



**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA  
"TOR VERGATA"**

FACOLTA' DI ECONOMIA

DOTTORATO DI RICERCA IN BANCA E FINANZA

XX CICLO

La crescita esterna delle imprese assicurative europee

Rossella Signoretti

Docente Guida/Tutor: Prof. D.A. Previati

Coordinatore: Prof. A. Carretta

*Ringrazio in modo particolare il relatore della mia tesi prof. Daniele Previati per l'opportunità offertami e per la fiducia e comprensione mostrate nei miei confronti, il coordinatore del dottorato prof. Alessandro Carretta per il sostegno e per l'esempio che ha costituito ai miei occhi, e la mia famiglia, gli amici e colleghi per il fondamentale supporto morale e professionale e l'incoraggiamento in questi tre anni di dottorato. Ringrazio inoltre di cuore il dott. Marcello Bianchi per la disponibilità, l'aiuto e la comprensione dimostratami negli ultimi mesi di stesura del lavoro.*

## Indice

1. Introduzione.....	4
1.1 La concentrazione nel settore assicurativo europeo: i fattori alla base del processo.....	5
1.2 Le ragioni economiche del processo .....	8
1.3 Le tendenze evolutive nel settore assicurativo europeo.....	11
2. Analisi della letteratura.....	14
3. Obiettivi della ricerca e metodologia.....	22
4. Il campione: costruzione e analisi descrittiva.....	33
5. Risultati.....	39
5.1 Gli effetti di creazione di valore delle aggregazioni.....	39
5.2 Analisi delle relazioni tra rendimenti anomali e altri fattori.....	44
5.3 Analisi delle determinanti dei rendimenti anomali cumulati.....	48
6. Conclusioni.....	51
Bibliografia.....	55

## 1. Introduzione

Il settore assicurativo europeo è stato nell'ultimo decennio protagonista di un consistente e continuo processo di concentrazione. Il numero delle operazioni di fusione e acquisizione (M&A) è cresciuto notevolmente nello scorso decennio grazie al concorso di diverse condizioni favorevoli, tra cui *deregulation*, mercati azionari rialzisti, tassi d'interesse bassi. La crisi dei mercati finanziari di inizio secolo ha parzialmente rallentato questo fenomeno, che ha poi ripreso vigore negli ultimi anni (Swiss Re, 2006).

Una parte rilevante di tali transazioni è costituita da fusioni e acquisizioni cross-border: l'incidenza di questo tipo di operazioni, nel periodo 1990-2003, è stata superiore nel settore assicurativo rispetto a quello bancario (Focarelli e Pozzolo, 2007).

Alcuni fattori inducono a ritenere che le aggregazioni nel mercato assicurativo europeo proseguiranno nei prossimi anni: permangono infatti le motivazioni di ordine generale che sostengono l'opportunità di queste operazioni, e se ne aggiungono delle altre originate dalle innovazioni regolamentari.

Il grado ancora elevato di frammentazione del settore lascia infatti intravedere possibilità di un ulteriore processo di concentrazione nei prossimi anni, in particolar modo per le assicurazioni operanti nel ramo vita. La crescita dimensionale, e l'attivazione di economie di scala e di scopo tramite processi di concentrazione, rimane una motivazione rilevante, alimentata dalla capacità delle istituzioni di maggiori dimensioni di sfruttare i benefici dell'innovazione finanziaria e di affrontare la crescente complessità dei prodotti (Swiss Re, 2006).

Inoltre, il quadro regolamentare europeo attraversa una fase di profondo cambiamento, grazie all'introduzione di un nuovo e più evoluto regime di solvibilità, Solvency II, e l'entrata in vigore dei nuovi principi contabili IAS/IFRS. Entrambe le novità regolamentari accresceranno il livello di trasparenza sulle imprese assicurative e permetteranno l'armonizzazione dei sistemi di rappresentazione contabile, stimolando verosimilmente l'interesse di altri *player*, assicurativi e non, verso questo settore.

A fronte di una ampia letteratura in materia di aggregazioni bancarie, il settore assicurativo europeo conta ancora un esiguo numero di ricerche volte ad evidenziare gli effetti dei fenomeni di concentrazione che sono stati intrapresi da assicurazioni ovvero che le hanno coinvolte. Tuttavia, gli effetti di operazioni che realizzano combinazioni bancario-assicurative, nonché le dinamiche che interessano il mercato assicurativo europeo in tema di apertura agli investimenti esteri, risultano di crescente interesse di una più recente letteratura.

Il presente lavoro racchiude un inquadramento generale e teorico del fenomeno delle aggregazioni che coinvolgono imprese assicurative, e quindi una misurazione ed analisi degli effetti di un campione operazioni di crescita esterna realizzate nel periodo 1997-2006 da assicurazioni europee, tramite la metodologia di analisi dell'event-study.

In questo primo capitolo si fornirà una sintetica descrizione del quadro di riferimento in cui si colloca il fenomeno in esame, identificando i principali fattori che hanno favorito le aggregazioni, le motivazioni economiche ad esse sottese e le principali tendenze evolutive del settore.

Nel secondo capitolo sarà analizzata la principale letteratura esaminata in tema di M&A tra istituzioni finanziarie, con un particolare approfondimento degli studi che hanno riguardato le imprese assicurative e utilizzato la metodologia di analisi dell'event study.

Nel terzo capitolo saranno illustrate la metodologia di analisi seguita e gli obiettivi della ricerca. Si procederà in questa fase alla definizione del fenomeno oggetto di studio, delle variabili rilevanti e dei criteri seguiti nella selezione del campione.

Il quarto capitolo conterrà quindi le principali evidenze empiriche desumibili dall'osservazione del campione selezionato.

Il quinto capitolo sarà dedicato alla descrizione dei principali risultati della verifica empirica.

L'ultimo capitolo conterrà, infine, le considerazioni conclusive che, premessi i necessari *caveat* legati alla generalizzazione di analisi svolte su campioni di numerosità contenuta, possono essere dedotte dalla verifica empirica.

### **1.1 La concentrazione nel settore assicurativo europeo: i fattori alla base del processo**

È possibile identificare alcuni fattori chiave che hanno favorito il processo aggregativo nel settore finanziario in generale, e assicurativo in particolare. Tali fattori sono sintetizzabili in:

- a) *deregulation*;
- b) progresso tecnologico;
- c) innovazione finanziaria.

a) In primo luogo, gli anni '90 hanno segnato il compimento di un consistente processo di liberalizzazione nel settore finanziario. Anche in materia assicurativa, le direttive comunitarie

cosiddette di terza generazione<sup>1</sup> hanno deregolamentato l'accesso al mercato e consentito l'operatività transfrontaliera in tutti i paesi della Comunità europea, determinando così un aumento e una traslazione della concorrenza da un piano prettamente nazionale ad uno internazionale.

La *deregulation* ha inoltre interessato il *pricing* delle polizze emesse: i prezzi e le condizioni offerte sono stati progressivamente sottratti al regime di tariffazione controllata, e sono sempre più il risultato della contrattazione tra assicuratore e assicurato e degli accresciuti stimoli concorrenziali.

b) In secondo luogo, lo sviluppo e l'innovazione tecnologica hanno contribuito a modificare la struttura del sistema finanziario sotto almeno due diversi profili. Da una parte, rendendo elevatissima la velocità con cui le informazioni sono disponibili agli investitori, sia professionali che non professionali, hanno determinato un ampliamento della gamma dei servizi da questi ultimi potenzialmente usufruibili. Dall'altra, il progresso tecnologico ha influenzato i processi gestionali interni, sia migliorando l'efficienza dei sistemi informativi, sia favorendo l'utilizzo di sofisticati metodi quantitativi per la gestione del rischio finanziario e assicurativo.

Gli investimenti informatici e tecnologici si accompagnano generalmente a scelte strategiche di aggregazione o di *outsourcing*. Le prime sono finalizzate ad un aumento della dimensione ed al conseguimento di economie di scala o di scopo, tramite la creazione di piattaforme tecnologiche comuni a più strutture nello stesso gruppo; le seconde mirano a realizzare un maggior controllo dei costi, evitando di sviluppare internamente procedure che possono essere efficacemente esternalizzate.

Anche da un punto di vista teorico, la letteratura attribuisce all'espansione geografica di un'impresa una serie di potenziali diseconomie, ricollegabili ai costi di agenzia che l'impresa originaria sostiene nello sforzo di monitorare a distanza l'attività delle unità operative create o acquisite. I progressi nel campo dell'*information and communication technology* (ICT) consentono di ridurre tali costi di agenzia, accrescendo la capacità di controllo e di comunicazione tra sede principale e unità operative estere (Berger et al., 2004).

c) In terzo luogo, un ulteriore fattore che nell'ultimo decennio ha favorito l'integrazione nel settore assicurativo è costituito dall'innovazione finanziaria e dallo sviluppo della finanza derivata. La riduzione e stabilizzazione dei tassi d'interesse seguita alla creazione dell'Unione

---

<sup>1</sup> La direttiva 92/49, che coordina le disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative riguardanti l'assicurazione diretta diversa dall'assicurazione sulla vita; e la direttiva 92/96, che coordina le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti l'assicurazione diretta sulla vita, entrate in vigore nel 1994.

Monetaria Europea ha determinato una riconversione del risparmio privato da forme di investimento meno rischiose, quali i titoli di stato, verso forme più rischiose<sup>2</sup>, quali investimenti a contenuto azionario e prodotti finanziari derivati, tra cui, di notevole importanza per le assicurazioni, le polizze *unit* e *index linked*. Da questa evoluzione è discesa l'opportunità per le imprese assicurative di competere nei settori, vicini al proprio core business, del risparmio gestito e della previdenza integrativa. Tale scelta strategica è necessariamente accompagnata da cambiamenti nel modello di business dell'impresa stessa, realizzabili anche e soprattutto mediante crescita esterna.

L'innovazione finanziaria accresce comunque il grado di complessità della gestione dell'intermediario che è per questo chiamato a compiere importanti investimenti informatici per la progettazione e gestione contabile dei nuovi prodotti ed in capitale umano e formazione per la loro ideazione e strutturazione.

Un'ulteriore spinta al cambiamento nel settore assicurativo europeo è venuta poi dall'ingresso sul mercato di altri operatori, tra cui compagnie di emanazione bancaria, la cui presenza ha accresciuto la concorrenza all'interno del *core business* delle assicurazioni.

La competizione tra grandi gruppi finanziari nello stesso settore assicurativo ha attraversato negli ultimi due decenni una graduale evoluzione. Una prima fase ha visto l'instaurarsi di relazioni "deboli", tra cui accordi di *bancassurance* limitati agli aspetti distributivi, fino alla costituzione di compagnie miste, partecipate da banche e assicurazioni. Successivamente si è aperta una fase di costituzione da parte di banche e assicurazioni delle proprie società specializzate nei settori contigui: le assicurazioni hanno iniziato ad offrire servizi finanziari attraverso strutture dedicate; le banche e altri intermediari finanziari hanno iniziato ad operare nel business tradizionale assicurativo. L'ultima fase di questa evoluzione è infine ravvisabile nei processi aggregativi tuttora in corso nel settore finanziario che segnano la nascita dei *global player* internazionali, siano essi di matrice bancaria ovvero assicurativa.

Una ampia letteratura<sup>3</sup> ha d'altronde rilevato che le attività bancaria e assicurativa presentano ampi profili di similarità che ne favoriscono la prestazione congiunta. In entrambi i casi, infatti, si realizza una raccolta del risparmio (in un caso in forma di depositi o altre passività, nell'altro di premi assicurativi) presso il pubblico e la destinazione delle somme raccolte all'investimento.

---

<sup>2</sup> La ricomposizione dei portafogli degli investitori verso forme di investimento più rischiose ha indotto le imprese assicurative ad adottare politiche d'investimento più aggressive, soprattutto nel comparto vita. La riduzione dei tassi d'interesse ha infatti ridotto il rendimento degli investimenti a copertura delle riserve tecniche e dell'investimento dei premi; creando tensioni in presenza di prodotti, già emessi, con garanzia di rendimento e spingendo le assicurazioni ad aumentare gli investimenti azionari, e quindi ad assumere un maggior rischio finanziario.

<sup>3</sup> Per una rassegna dei principali contributi sull'argomento cfr. Fields et al. (2005).

I vantaggi derivanti dall'applicazione della legge dei grandi numeri, dallo sfruttamento di economie di scala, dall'ottimizzazione della gestione della liquidità nonché dall'accentramento della funzione di risk management sono comuni ad entrambi i tipi di attività.

Un'ulteriore tendenza che ha favorito l'affermazione del fenomeno della bancassurance è costituita dalla progressiva riduzione di importanza nella fase di distribuzione della rete di agenti e broker assicurativi, sempre più sostituiti dalle stesse assicurazioni, che collocano i propri servizi attraverso canali innovativi, ovvero, più frequentemente, da banche legate all'assicurazione offerente da rapporti contrattuali o partecipativi/propriari.

Infine, in relazione alle prossime evoluzioni regolamentari, è opportuno ricordare come lo sviluppo del progetto *Solvency II* sia avviato verso la fase conclusiva: è infatti prevista entro la fine del 2008 la definizione della Direttiva Quadro da parte di Consiglio e Parlamento europei che stabilisce i principi cardine del nuovo sistema di solvibilità. Tra le finalità della proposta di direttiva si trova anche il miglioramento del quadro regolamentare per la valutazione delle acquisizioni e degli incrementi di partecipazioni qualificate nelle imprese di assicurazione e di riassicurazione, negli enti creditizi, e negli altri intermediari finanziari. L'intento è quindi di "armonizzare i criteri di valutazione prudenziale da seguire nel processo di autorizzazione dell'acquisizione delle partecipazioni rilevanti contribuendo, così, a realizzare una più stretta convergenza tra le procedure di vigilanza"<sup>4</sup>, anche rafforzando la cooperazione tra le autorità di vigilanza chiamate a valutare la sussistenza dei requisiti prudenziali idonei a garantire la sana e prudente gestione dell'impresa acquisita. Il raggiungimento di tali obiettivi permetterà, in ultima analisi, di semplificare e agevolare l'acquisizione di legami partecipativi delle assicurazioni in ambito comunitario.

## **1.2 Le ragioni economiche del processo**

La teoria della finanza aziendale non riconosce, in ipotesi di mercati finanziari perfetti, alcun beneficio alla diversificazione attuata dall'impresa attraverso un'acquisizione: essa non dovrebbe creare alcun valore per i suoi azionisti che potrebbero realizzare la stessa diversificazione investendo sul mercato azionario, senza sostenere maggiori costi e, anzi, con una maggiore flessibilità nell'eventuale successivo disinvestimento. In realtà l'esistenza di

---

<sup>4</sup> Isvap, 2007, "Relazione sull'attività svolta nell'anno 2006", p. 26.

imperfezioni di mercato crea situazioni per cui un'operazione di diversificazione attuata da un'impresa potrebbe creare valore per l'azionista.

I benefici connessi ad un'acquisizione sono da ricercare nella possibile creazione di flussi di cassa incrementali, nella forma di risparmi di costo o di aumento dei ricavi, grazie ai quali il valore dell'entità aziendale risultante dalla fusione possa superare la somma dei valori delle imprese fuse<sup>5</sup>.

In letteratura sono state individuate tre possibili motivazioni da attribuire alle fusioni orientate alla massimizzazione del valore dell'impresa (Pilloff e Santomero, 1997).

La prima motivazione riguarda i benefici estraibili dall'aumento del potere di mercato dell'impresa risultante dalla fusione: quanto più tale impresa si trova a detenere una significativa quota di mercato, in relazione all'area geografica in cui opera o al bisogno che soddisfa, tanto più è ipotizzabile che essa possa aumentare i prezzi offerti alla clientela, in conseguenza della riduzione di competizione realizzatasi in tale area<sup>6</sup>.

La seconda motivazione riguarda i possibili guadagni di efficienza. Il recupero di efficienza tramite processi di riorganizzazione e ristrutturazione è una delle finalità primarie delle operazioni di M&A da realizzarsi mediante la centralizzazione di alcune funzioni, la distribuzione di determinati costi su una più ampia base di processi e l'eliminazione di strutture, agenzie e filiali, ridondanti.

La crescita dimensionale tramite un'acquisizione può essere sicuramente motivata dalla volontà di raggiungere dimensioni rilevanti per il conseguimento di economie di scala<sup>7</sup>. La presenza di tali economie consentirebbe la ripartizione di voci di costo comuni su una base più ampia di attività e l'eliminazione di processi ridondanti. La maggiore dimensione, pur accompagnandosi ad una maggiore complessità gestionale, può originare ulteriori vantaggi per un'assicurazione, tra cui i più rilevanti consistono nella riduzione della sinistrosità: la crescita della numerosità di eventi assicurati omogenei e la presenza in più aree geografiche consentono infatti di realizzare

---

<sup>5</sup> In base al principio dell'additività del valore, il valore di mercato dell'impresa post-fusione altro non sarà che la somma dei valori di mercato delle singole imprese fuse. La fusione, *in re ipsa*, non determina alcun aumento di valore dell'impresa che ne risulta, sono al contrario i cash flow incrementali che possono derivare dall'integrazione a determinarne l'aumento di valore.

<sup>6</sup> Ciò non sempre si verifica: Cummins e Rubio-Mises (2003) dimostrano che il consolidamento nel settore assicurativo spagnolo durante gli anni '90 ha condotto ad una riduzione dei prezzi.

<sup>7</sup> Nonostante le economie di scala siano ritenute un'importante motivazione per i processi aggregativi in campo assicurativo, la gran parte delle verifiche empiriche in materia ancora non ne ha verificato pienamente l'esistenza. Ad esempio una ricerca condotta sul mercato americano ha mostrato l'assenza di significativi guadagni di efficienza nel consolidamento del settore danni negli anni '90 (Cummins e Xie, 2003).

un miglior bilanciamento del portafoglio rischi, rendendo possibile la riduzione e stabilizzazione degli indici di sinistrosità.

L'acquisizione di imprese operanti in aree contigue consente di realizzare economie di scopo<sup>8</sup>, sia grazie alla riduzione dei costi resa possibile dallo sfruttamento di sinergie produttive e distributive con società acquisite, sia grazie all'aumento di ricavi che può seguire all'ampliamento della gamma dei prodotti offerti alla propria clientela e alla possibilità di effettuare cross-selling.

Ulteriori guadagni di efficienza potrebbero poi essere attivati mediante la sostituzione di un management inefficiente dell'impresa target con uno più efficiente. L'acquisizione di un target meno efficiente rispetto al bidder costituisce infatti la forma tipica delle aggregazioni di tipo orizzontale: è ragionevole infatti ritenere che il miglioramento dell'efficienza allocativa o tecnica possa essere meglio attuato laddove il management dell'acquirente già disponga di una consolidata esperienza e abilità nel business del target.

La crescita dimensionale può inoltre essere motivata dalla volontà di accrescere la solidità patrimoniale e la visibilità dell'acquirente da parte del cliente finale. La maggiore dimensione accresce, in linea teorica, la solidità finanziaria e patrimoniale dell'istituzione risultante dalla fusione, con possibili effetti migliorativi sulla capacità di reperire capitale sui mercati finanziari e sul rating.

Infine, un'ultima motivazione vede nelle operazioni di consolidamento uno strumento per accrescere la diversificazione delle istituzioni finanziarie coinvolte. La diversificazione può realizzarsi ampliando l'area di operatività geografica dell'impresa acquirente, aumentando la gamma dei prodotti e servizi offerti, con l'effetto di diminuire la volatilità degli utili.

A queste motivazioni di natura economica si aggiungono poi altre motivazioni, non orientate alla massimizzazione del valore dell'impresa, e quindi degli azionisti, bensì alla massimizzazione della ricchezza personale dei manager. Ciò si realizza, ad esempio, in caso di acquisizioni di discutibile convenienza economica intraprese per aumentarne la dimensione e, di conseguenza, il prestigio dei manager; oppure in acquisizioni difensive, intraprese al solo scopo di ribattere tentativi di scalate ostili.

---

<sup>8</sup> Esiste qualche evidenza circa l'esistenza di economie di scopo nel settore assicurativo, nonostante siano state verificate esclusivamente per alcune specifiche combinazioni di prodotti (Berger et al., 2000).

Nonostante l'esistenza di motivazioni economiche convincenti relativamente ad aumento della quota di mercato, guadagni di efficienza e diversificazione delle attività, non sempre la crescita esterna costituisce la via preferibile per concretizzare tali possibili vantaggi. Le difficoltà di integrazione e i connessi costi e frizioni possono più che neutralizzare gli effetti di operazioni potenzialmente *value-enhancing*. L'integrazione post-fusione è particolarmente difficile e problematica per le operazioni che realizzano una diversificazione, geografica e operativa, a causa delle maggiori differenze culturali che devono essere superate.

### **1.3 Le tendenze evolutive nel settore assicurativo europeo**

In relazione alla dimensione dell'operatività, la risposta delle imprese assicurative europee al mutamento del quadro di riferimento competitivo e normativo ha seguito due direzioni: il potenziamento nel *core business* (focalizzazione operativa) e l'espansione verso nuovi business (diversificazione operativa).

Le operazioni di *merger & acquisition* costituiscono una modalità, la più complessa, per attuare entrambe le strategie: nel primo caso attraverso processi di crescita orizzontale, nell'ambito del business originario e caratteristico; nel secondo caso attraverso strategie di crescita conglomerale, diversificando l'operatività entrando in altri segmenti dell'intermediazione finanziaria quali previdenza integrativa, asset management e banking.

La '*strategic focus hypothesis*' si fonda sull'argomentazione per cui le imprese sarebbero in grado di massimizzare il valore focalizzando la propria operatività nel core business in cui già dispongono di competenze specifiche. Quindi quanto più le imprese target risultano simili per dimensione, cultura e core business a quelle bidder, tanto più la massimizzazione dei risultati ottenibili è resa possibile dall'esperienza di cui si dispone nel settore di operatività tradizionale (Berger et al. 1999(b)).

Al contrario a sostegno della '*conglomeration hypothesis*' vi sono considerazioni in ordine ai possibili risparmi di costi conseguibili grazie a produzioni congiunte, o alla possibilità di realizzare economie dal lato dei ricavi, incrementando la varietà di prodotti da vendere ad uno stesso cliente (*one-stop shopping*); o infine ai benefici derivanti dalla diversificazione del rischio cui è soggetta l'attività economica. Quindi la massimizzazione dei risultati ottenibili sarebbe tanto più possibile quanto più le imprese coinvolte nelle operazioni di M&A sono complementari.

La preferibilità dell'una o dell'altra strategia non è peraltro chiaramente affermabile; al contrario il settore finanziario ha mostrato, e mostra tuttora, la coesistenza tanto di strategie di crescita volte alla specializzazione operativa quanto di strategie di crescita conglomerale.

La compresenza di diverse strategie e la mancata affermazione di un trend migliore è stata giustificata in letteratura finanziaria in base a tre possibili spiegazioni. Secondo una prima spiegazione, crescita orizzontale e conglomerale possono essere scelte altrettanto efficienti e, pertanto, perseguibili nel lungo termine. Oppure, per alcune imprese può essere preferibile attivare economie di scopo mentre per altre può essere preferibile attivare economie di scala, pertanto la prevalenza della strategia di crescita conglomerale o orizzontale deve essere valutata di caso in caso. Infine si potrebbe ritenere che, pur esistendo una strategia ottima, alcune imperfezioni di mercato<sup>9</sup>, le quali costituiscono un impedimento alla libera competizione, consentono alle imprese di adottare strategie sub-ottimali. In tutti e tre i casi è fornita spiegazione del perché un trend unico in favore di specializzazione o diversificazione possa non essersi finora affermato (Berger et al., 1999 (b)).

Un'ulteriore dimensione di analisi dei fenomeni aggregativi è quella geografica: strategie di diversificazione geografica permettono, in linea teorica, di accedere a nuovi mercati di sbocco e di diversificare la raccolta e i ricavi; strategie di focalizzazione geografica sono, invece, orientate ad aumentare la quota di mercato nel mercato domestico, nell'idea di realizzare economie di costo e di acquisire un maggiore *pricing power* sul mercato nazionale.

Le dinamiche delle aggregazioni registrate nel settore finanziario in riferimento al carattere di nazionalità dei deal differiscono in misura considerevole tra banche e assicurazioni. Per le prime, le evidenze dimostrano una bassa numerosità di aggregazioni transnazionali rispetto a quelle domestiche, anche all'interno della stessa area dell'Europa comunitaria. Una parte della letteratura afferma a questo proposito la dipendenza dello scarso successo di fenomeni di concentrazione cross-border da fattori culturali e da barriere regolamentari ed informative (Buch e DeLong, 2004). La fase di deregolamentazione avviata con la seconda direttiva in materia bancaria ha costituito una debole spinta all'espansione internazionale e ha, al contrario, favorito aggregazioni domestiche, spesso animate anche da finalità difensive (Campa e Hernando, 2005). Il mercato assicurativo si è invece rivelato maggiormente aperto a investimenti verso e provenienti dall'estero, indicando l'esistenza di minori barriere implicite agli investimenti transfrontalieri rispetto al settore bancario (Focarelli e Pozzolo, 2007). Tale dinamismo ha

---

<sup>9</sup> Ad esempio barriere all'entrata, regolamentazione patrimoniale, vigilanza.

interessato in special modo i player assicurativi di origine europea e caratterizzati da una elevata operatività transfrontaliera.

Nel mercato assicurativo mondiale si è infatti affermata negli ultimi anni una preminenza di operatori europei, alla quale si accompagna la crescente incidenza delle M&A cross-border. Da un confronto 1986-2003 emerge come i global player assicurativi europei abbiano sostituito ai vertici della classifica delle 45 più grandi assicurazioni al mondo i *competitor* statunitensi e giapponesi. Inoltre, un'ulteriore classifica delle prime 30 assicurazioni attive a livello internazionale, ordinate per dimensione dell'operatività con l'estero (misurata dai ricavi provenienti dalle unità operative estere) e dell'impiego nelle sedi estere, vede ai primi cinque posti assicurazioni europee (Outreville, 2005). Le precedenti evidenze dimostrano il carattere marcatamente votato all'internazionalizzazione di alcuni big player europei.

Alcune indagini<sup>10</sup> riguardo ai fattori in grado di spiegare l'espansione di una impresa assicurativa in un altro paese, hanno rilevato che la vicinanza geografica e culturale con il paese oggetto di investimento nonché indicatori della dimensione del mercato di destinazione e della relativa domanda potenziale di servizi assicurativi sono risultati fattori fondamentali nell'internazionalizzazione delle assicurazioni, ancor più di vantaggi dal lato dei costi.

Gli effetti dell'ondata di fusioni e acquisizioni che ha interessato il settore finanziario europeo negli ultimi due decenni non sono tuttora perfettamente chiari: l'entità dei benefici conseguibili per mezzo di economie di scala e di scopo potrebbe essere in realtà inferiore a quanto si fosse ipotizzato in fase di progettazione dell'operazione, ed eventuali guadagni in termini di efficienza manageriale possono essere velocemente vanificati in istituzioni complesse (Amel et al., 2003). La massimizzazione dei risultati non è pertanto sempre possibile a causa delle complessità che caratterizzano le operazioni stesse, dovute alle difficoltà nell'integrazione tra sistemi e culture aziendali diverse e nell'attuazione delle ristrutturazioni programmate.

Ai fini della presente ricerca le operazioni di aggregazione saranno classificate secondo le due dimensioni di nazionalità e operatività delle aziende coinvolte, al fine di valutare l'incidenza delle citate motivazioni strategiche sugli effetti di mercato delle operazioni stesse.

---

<sup>10</sup> Ma e Pope (2003), Outreville (2005), Focarelli e Pozzolo (2007) e Moshirian (1999).

## 2. Analisi della letteratura

Il fenomeno delle aggregazioni nel settore finanziario è oggetto di studio di un'ampia letteratura, che si indirizza in misura prevalente alle banche.

Gli effetti di tali processi aggregativi sono stati misurati e studiati grazie all'applicazione di principalmente due metodologie di analisi:

- a) studi di evento o event-study, con cui vengono rilevati gli effetti dell'annuncio di un'acquisizione sui prezzi azionari delle società coinvolte, al fine di evidenziare effetti di creazione o distruzione di valore per gli azionisti nei giorni strettamente vicini alla notizia;
- b) studi dinamici delle performance di medio termine pre e post-fusione, sia in termini di redditività che di efficienza, nell'idea che alcuni dei benefici attesi dall'operazione richiedano del tempo per manifestarsi.

Di seguito si esporranno i principali risultati della letteratura esaminata distinguendo per tipo di metodologia seguita, con particolare focus sulla prima. È inoltre da premettere che gran parte della letteratura esaminata (soprattutto in riferimento al secondo filone di ricerca) riguarda le banche, mentre soltanto poche analisi hanno interessato il settore assicurativo.

### *a) Event-study: i principali contributi in letteratura in tema di fusioni e acquisizioni*

Il primo filone di analisi si fonda implicitamente sull'ipotesi che la presenza di rendimenti anomali dei titoli delle imprese coinvolte nell'acquisizione, nei giorni vicini all'annuncio della stessa, possa essere indicativa degli effetti di creazione o distruzione di valore che il mercato attribuisce all'operazione.

La validità e razionalità di un simile approccio deriva dal duplice riconoscimento sia del potere informativo dei prezzi azionari e dell'efficienza informativa del mercato, sia delle capacità di *signalling* degli annunci di M&A.

Infatti, da un lato, i prezzi azionari riflettono in modo sempre più immediato l'apprezzamento del mercato della nuova informazione ad esso pervenuta riguardante imprese target e bidder. Dall'altro, l'annuncio di una M&A in un contesto di asimmetria informativa avrebbe un potere di segnalazione delle società che presentano inefficienze rimovibili dall'acquirente (Grossman e Hart, 1981). Il mercato riconoscerebbe infatti in capo al potenziale acquirente il possesso di un'informazione speciale sull'impresa target e sulla possibilità di eliminarne le inefficienze tale

da avvalorare la strategia di crescita esterna: l'annuncio dell'acquisizione può pertanto segnalare al mercato che il valore potenziale del target è superiore a quello attuale.

La letteratura in materia di creazione di valore successiva all'annuncio di M&A che abbiano coinvolto imprese di assicurazione non è particolarmente ampia, soprattutto in riferimento al mercato europeo. Tuttavia, in tempi recenti, il fenomeno delle aggregazioni in campo finanziario, e particolarmente l'integrazione bancario-assicurativa, è divenuto sempre più oggetto di studio.

Uno studio di Cummins e Weiss (2004) ha individuato gli effetti di creazione o distruzione di valore sortiti dall'annuncio di acquisizioni che abbiano coinvolto, in qualità di bidder o di target, un'assicurazione europea quotata nel periodo 1990-2002. I risultati, in linea con la letteratura prevalente in materia di M&A, mostrano effetti tendenzialmente nulli o negativi dell'annuncio dell'operazione sul valore di mercato dell'impresa acquirente, mentre effetti significativamente positivi si determinano sul valore di mercato dell'impresa acquisita<sup>11</sup>. I risultati sono stati poi interpretati alla luce delle caratteristiche di diversificazione o specializzazione geografica dei deal per verificare se le operazioni motivate da una strategia di focalizzazione geografica creano maggior valore rispetto a quelle cui è sottesa una logica di espansione oltre i confini nazionali. Tale ipotesi è motivata dalle minori difficoltà di integrazione e dai guadagni di efficienza più facilmente raggiungibili. I risultati non sono però univoci. Da un lato, la creazione di valore originata per il target è stata generalmente superiore per le acquisizioni avvenute sul mercato domestico rispetto a quelle cross-border. Viceversa dal lato dell'acquiror i rendimenti anomali negativi sono risultati più contenuti nell'ipotesi di acquisizioni o fusioni cross-border. In generale, le operazioni transfrontaliere sono apparse avere effetto quasi neutrale sull'acquiror e value enhancing sul target. In conclusione, gli autori verificano la presenza di un trasferimento di ricchezza dagli azionisti dell'impresa acquirente a quelli dell'acquisita, di entità superiore per le operazioni avvenute sul mercato domestico.

Akhigbe e Madura (2001) hanno invece studiato la reazione dei mercati azionari agli annunci di acquisizioni tra assicurazioni americane quotate nel periodo 1985-1995. Oltre a confermare l'esistenza di effetti positivi e significativi sul valore di mercato dell'assicurazione target, gli autori trovano evidenza di effetti positivi e statisticamente significativi, seppure di entità più contenuta, anche sul valore di mercato dell'assicurazione bidder. Ciò sembra, in prima analisi, contrastare con i risultati cui giunge la maggior parte degli studi in materia di fusioni e acquisizioni in generale, da cui emergono evidenze negative o nulle sul valore dell'impresa

---

<sup>11</sup> I risultati lasciano supporre che vi sia stato complessivamente un trasferimento di ricchezza, più consistente per le operazioni avvenute sul mercato domestico, dagli azionisti dell'impresa acquirente a quelli dell'impresa acquisita.

acquirente. Gli effetti di *value creation* in capo, anche, all'acquirente sarebbero da imputare alla natura stessa delle imprese studiate: l'integrazione tra due assicurazioni è ritenuta più agevolmente realizzabile, grazie alla similarità operativa e alle possibili economie attuabili. Gli autori trovano evidenza di effetti positivi anche sul valore di altre imprese assicurative, viste dal mercato come potenziali futuri target di acquisizioni, affermando quindi la presenza dei cosiddetti *intra-industry effects* derivanti dall'annuncio di una M&A. Tali effetti sono stati inoltre analizzati alla luce di alcune caratteristiche dell'operazione che li ha generati, evidenziando che le aggregazioni che hanno generato effetti intra-industriali più significativi sono state quelle realizzate tra assicurazioni di dimensioni simili e operanti nella stessa area geografica.

Una letteratura più recente ha analizzato gli effetti di creazione di valore delle aggregazioni tra banche e assicurazioni.

Fields et al. (2005) rilevano effetti di creazione di valore a seguito dell'annuncio di M&A tra banche e assicurazioni<sup>12</sup> nel periodo 1997-2002 sia per i target che per gli acquiror. Gli autori sostengono quindi la "specialità" delle combinazioni di bancassurance rispetto al generico fenomeno delle aggregazioni nel settore finanziario, i cui risultati sono ad oggi non univoci. Una successiva analisi delle relazioni tra i rendimenti anomali della società acquirente (banca o assicurazione) e alcune caratteristiche<sup>13</sup> specifiche delle società coinvolte ha evidenziato che la possibilità di attivazione di economie di scopo e, in misura inferiore, di economie di scala contribuisce a spiegare la presenza di rendimenti anomali positivi dell'acquirente. Infine, tali extrarendimenti sono significativamente correlati all'eventualità che l'operazione abbia avuto carattere domestico, e quindi abbia seguito una logica di focalizzazione geografica.

Chen et al. (2006) studiano gli effetti delle M&A tra banche e assicurazioni europee in termini di creazione di ricchezza e di variazione del profilo di rischio<sup>14</sup> dell'entità acquirente, riscontrando una reazione negativa del mercato nel brevissimo termine successivo all'annuncio della combinazione di bancassurance. I risultati, tuttavia, differiscono considerevolmente a seconda delle finestre temporali di osservazione dell'extrarendimento selezionate. Inoltre, l'effetto di creazione (o distruzione) di valore non risulta significativamente collegato al

---

<sup>12</sup> Lo studio si interessa a M&A realizzate tra banche e assicurazioni europee e statunitensi, visto che la deregolamentazione che ha reso possibile il fenomeno della bancassurance ha interessato entrambi i contesti normativi.

<sup>13</sup> Tra le quali si citano: indicatori di possibili economie di scala e di scopo, redditività dell'impresa target, nazionalità dell'operazione ecc.

<sup>14</sup> Gli indicatori scelti per valutare il profilo di rischio sono il Total Relative Risk (TRR), dato dal rapporto tra la varianza dei rendimenti dei titoli azionari dell'impresa e la varianza dei rendimenti di un indice di mercato, e il  $\beta$  dell'impresa che è una misura del rischio sistematico.

carattere di nazionalità dell'operazione. Sotto il profilo della rischiosità si registra però una riduzione del rischio (complessivo e sistematico) dell'impresa acquirente nelle aggregazioni cross-border.

Cummins et al. (2006) indagano gli effetti di creazione di valore legati al processo di radicale ristrutturazione che ha interessato il mercato assicurativo statunitense nel periodo 1990-2005, con particolare riferimento all'attività di intermediazione assicurativa (*agent/broker industry*). Tale settore è stato infatti, anche a seguito di rilevanti interventi normativi, l'oggetto di una intensa fase di concentrazione, sia di origine endogena, vale a dire da parte di diretti *competitor*, sia a seguito di strategie di integrazione verticale, sia, infine, in risposta a strategie di acquisizione da parte di banche della rete distributiva in esame. Gli effetti di creazione di valore più rilevanti sarebbero da ricondurre alle transazioni animate da quest'ultima strategia, ad indicazione della rilevanza del fenomeno dell'integrazione bancario-assicurativa (anche) sul mercato americano.

Esiste infine un'ampia letteratura relativa agli event-study in materia di aggregazioni bancarie che tuttavia ha condotto a risultati non univoci.

Da un lato, le analisi svolte sul mercato statunitense evidenziano scarsi effetti di creazione di valore. Da tali analisi emerge comunque la conclusione che le operazioni di concentrazione cui sottendono strategie di focalizzazione geografica e operativa hanno generalmente effetti più positivi sul valore di mercato (DeLong, 2001).

Dall'altro lato, alcuni studi condotti sul mercato europeo dimostrano la presenza di effetti positivi sul valore di mercato delle imprese coinvolte, in special modo per le acquisizioni domestiche. Cybo-Ottone e Murgia (2000) rilevano incrementi dei prezzi di mercato sia per target che per bidder nelle aggregazioni che abbiano coinvolto almeno una banca europea (quotata) nel periodo 1988-1997. Tale effetto è ancora più consistente per operazioni avvenute su scala nazionale<sup>15</sup> tra banche e tra banche e assicurazioni; mentre l'espansione delle banche oltre i confini nazionali e nel campo dell'investment banking sembra non essere stata sufficientemente apprezzata dal mercato. I benefici connessi alle fusioni orizzontali e domestiche sono coerenti con la prevalente letteratura in materia: l'operatività di target e bidder sullo stesso territorio lascia ipotizzare possibili miglioramenti di efficienza in termini di riduzione dei costi (Berger e Humphrey, 1992). I benefici connessi all'espansione delle banche nel campo assicurativo sarebbero, secondo gli autori, da ascrivere alla possibilità di attuare

---

<sup>15</sup> Gli autori verificano l'esistenza di una relazione positiva e statisticamente significativa tra extrarendimento dei titoli delle società coinvolte nell'aggregazione e eventualità che l'operazione abbia carattere domestico.

economie di scopo e miglioramenti dell'efficienza dal lato dei ricavi, grazie al cross-selling di prodotti bancari e assicurativi.

Un ultimo gruppo di contributi produce evidenze a sostegno della creazione di valore realizzata tramite strategie di crescita esterna conglomerale delle banche. Lepetit et al. (2002), studiando la reazione del mercato all'annuncio di fusioni tra banche europee nel periodo 1991-2001, rilevano che vi sono stati effetti positivi nel caso di operazioni caratterizzate da focalizzazione geografica e diversificazione operativa. Infine, Beitel et al. (2003) identificano nella diversificazione operativa un possibile fattore di successo: l'acquisizione di un target con cui possono realizzarsi sinergie e potenziali miglioramenti di efficienza dal lato dei ricavi consente una creazione di valore anche per gli azionisti della banca bidder.

### ***b) Analisi delle performance post-fusione: alcune evidenze dalla letteratura***

Pur non essendo indispensabile ai fini della presente ricerca, è utile esporre alcuni risultati del secondo filone di indagine sugli effetti delle acquisizioni tra imprese, quello che confronta le performance delle imprese target e bidder in un periodo precedente all'operazione con quelle registrate dall'entità che risulta dall'aggregazione in un periodo successivo alla stessa.

Questa analisi si fonda sull'idea, condivisibile, che non tutti i guadagni di efficienza conseguibili si possano concretizzare in tempi brevi; alcuni di essi possono richiedere un periodo superiore per manifestarsi a causa delle verosimili difficoltà dell'integrazione di istituzioni poco omogenee. Inoltre tale analisi, essendo fondata su dati o elaborazioni ricavabili dai bilanci, presenta il pregio di poter essere applicata non solo ad imprese quotate su un mercato finanziario, ma anche ad imprese non quotate. Tale circostanza costituisce un merito soprattutto nelle analisi aventi ad oggetto il sistema finanziario europeo, la quotazione sul mercato è ancora prerogativa di un numero relativamente esiguo di banche e altri intermediari finanziari.

La quasi totalità delle analisi delle performance condotte nel settore finanziario ha avuto ad oggetto banche. Tra le principali conclusioni di tali analisi vi è quella per cui le operazioni di aggregazione tra banche aventi affinità geografica o operativa tenderebbero ad incrementare i risultati reddituali conseguibili; mentre le operazioni tra banche che presentano elementi di difformità non porterebbero ad incrementi nelle performance. La letteratura in tema di analisi delle performance post-fusione è infatti concorde nell'evidenziare la rilevanza di elementi di similarità geografica e operativa tra le istituzioni finanziarie coinvolte.

Vender Vennet (1996) ha analizzato l'evoluzione della redditività e dell'efficienza conseguente alla fase di concentrazione nel settore bancario europeo del periodo 1988-1992. I miglioramenti

di efficienza che potevano motivare le acquisizioni non sempre hanno trovato riscontro nella realtà, e anche dove realizzati non necessariamente sono stati accompagnati da un miglioramento delle performance, specialmente nelle acquisizioni cross-border, in cui i riflessi sulle performance dei miglioramenti di efficienza sono spesso stati nascosti nell'immediato periodo post-fusione da politiche commerciali aggressive. In ogni caso l'autore rileva che l'integrazione di due banche sul mercato domestico ha comunque presentato effetti positivi sia sull'efficienza operativa sia sul livello dei profitti, consentendo l'eliminazione di costi ridondanti e l'attivazione di sinergie operative tra le società coinvolte.

Una parte della letteratura tenta di spiegare la profittabilità di un'aggregazione tra banche sulla base delle caratteristiche di similarità delle istituzioni coinvolte. Ramaswamy (1997) muove da un concetto di similarità ben più complesso rispetto all'affinità di prodotto, concentrandosi invece su aspetti strategici: la similarità strategica viene definita in base alle scelte di allocazione delle risorse. L'autore conclude che la presenza di affinità nelle caratteristiche strategiche di bidder e target, definite in termini di consistenza nell'allocazione delle risorse (Harrison et al., 1991), determina un effetto positivo sulle performance post-fusione. Al contrario differenze tra imprese target e bidder riguardo caratteristiche strategiche fondamentali (principalmente efficienza operativa, propensione al rischio, tipo di clientela servita e peso degli investimenti in marketing) sono risultate ostative al miglioramento della performance.

Altunbas e Marques-Ibanez (2004) riprendono lo stesso concetto di similarità strategica accolto da Ramaswamy e tentano di spiegare l'evoluzione della performance post-fusione in base a variabili indicative di tale similarità, calcolate in relazione ad alcuni elementi caratteristici della strategia di una banca. Complessivamente, sostanziali affinità tra le imprese coinvolte nell'operazione hanno condotto a miglioramenti di performance, seppure alcuni risultati debbano essere adeguatamente interpretati, distinguendo tra operazioni avvenute su scala domestica e operazioni cross-border. I risultati dell'analisi confermano la rilevanza delle similarità strategiche, soprattutto quelle relative all'efficienza, nella spiegazione dell'evoluzione delle performance successive all'acquisizione.

L'analisi della letteratura presentata nelle pagine precedenti ha evidenziato come, a fronte di una pluralità di ricerche che hanno riguardato la crescita esterna nel settore finanziario, non siano emerse delle evidenze nette ed inconfutabili.

Innanzitutto, in tema di creazione di valore delle M&A che hanno coinvolto imprese di assicurazione, la letteratura analizzata fa emergere tesi contrastanti. Da un lato si conferma il risultato, comune a questo tipo di studi, che gli effetti di tali aggregazioni sono lievemente

negativi per le imprese acquirenti e sicuramente positivi per quelle acquisite. Dall'altro lato, alcuni studi rilevano effetti di creazione di valore anche per le assicurazioni acquirenti ovvero, più diffusamente, per le operazioni che hanno realizzato una combinazione di bancassurance. Quest'ultimo risultato sembra riguardare anche il mercato europeo. Alcuni autori affermano quindi una sorta di specialità dell'integrazione tra banche e assicurazioni che è stata analizzata in prevalenza dal lato delle banche.

Inoltre, parte della letteratura esaminata ha compiuto uno sforzo di approfondimento in merito alle caratteristiche delle transazioni e delle imprese in esse coinvolte che possono contribuire a spiegare gli effetti rilevati.

In primo luogo, una dimensione di approfondimento utilizzata è stata la valutazione del carattere di "nazionalità" dell'operazione, ovvero se si tratti di un'operazione effettuata sul mercato domestico dell'acquirente ovvero se abbia ad oggetto un target straniero. I risultati sembrano in prevalenza confermare la tesi per cui le aggregazioni domestiche creano maggior valore (di mercato), in quanto gli investitori ipotizzano che l'integrazione tra due imprese che operano in una stessa area geografica sia più facile da realizzare e consenta il conseguimento di maggiori sinergie, tanto dal lato dei costi che dei ricavi. Tuttavia esistono alcuni contributi a sostegno di una sorta di specialità delle assicurazioni rispetto alle banche nella capacità di espandersi oltre i confini nazionali.

In secondo luogo, i risultati delle ricerche citate non sono univoci in relazione alle caratteristiche di specializzazione o diversificazione operativa delle M&A. A sostegno della seconda ipotesi si trovano le già citate ricerche che affermano il consenso del mercato sulla bancassurance; tuttavia sono altresì presenti risultati contrastanti che riconoscono all'espansione nello stesso settore di attività una maggiore capacità di creare ricchezza per gli azionisti.

Infine, ulteriori dimensioni di approfondimento hanno guardato ad alcune caratteristiche delle imprese coinvolte evidenziando l'influenza sui risultati della dimensione relativa di target e bidder<sup>16</sup> (espressiva della possibilità di attivare economie di scala), del controvalore dell'operazione, del metodo di pagamento (contanti, debito, azioni e combinazione delle precedenti) e di altre variabili.

L'impressione è che i risultati degli event study siano intrinsecamente caratterizzati da un'ampia variabilità motivata da alcune ragioni che prescindono dalla sostanza e dalla validità concettuale delle argomentazioni. La spesso fragile significatività statistica dell'intero modello produce in

---

<sup>16</sup> Cybo-Ottone e Murgia (2000), Fields et al. (2005).

un vasto numero di casi risultati non utilizzabili per potere desumere indicazioni sufficientemente solide. Inoltre, l'esigenza di superare una massa critica di transazioni, tale da consentire l'applicazione delle leggi statistiche necessarie per l'interpretazione dei risultati, impone spesso la considerazione di intervalli temporali di analisi molto lunghi, che rischiano di indebolire il legame tra il fenomeno studiato (crescita esterna delle imprese, banche, assicurazioni ecc.) e una innovazione regolamentare o normativa che può averla attivata. Oltretutto, la validità di un simile approccio si fonda sul riconoscimento di una razionalità piena degli investitori di apprezzare correttamente le conseguenze di operazioni complesse quali le aggregazioni di imprese, e viene particolarmente frustrata dall'osservazione di extrarendimenti di segno variabile a seconda della finestra di rilevazione prescelta<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup>Alcuni dei limiti appena esposti per l'event study sono superati con il ricorso alla metodologia dell'analisi delle performance di medio termine pre e post-fusione. Tuttavia si può osservare come in questo caso l'analisi considera un orizzonte temporale di rilevazione delle performance che potrebbe essere stato caratterizzato da politiche di prezzo più aggressive e/o dalla presenza di iniziali inefficienze che non necessariamente sono superabili nell'arco di tempo considerato. D'altro canto la considerazione di un periodo di rilevazione delle performance pre e post-fusione più elevato rischierebbe di rendere ancora più tenue il rapporto di causalità tra l'operazione di aggregazione e i risultati conseguiti dalle società separatamente o congiuntamente.

### 3. Obiettivi della ricerca e metodologia

Dall'analisi della letteratura precedente è emersa la scarsità di indagini empiriche aventi ad oggetto le imprese assicurative, sia di quelle volte all'individuazione degli effetti di creazione di valore all'annuncio di operazioni di acquisizione, sia di quelle volte ad analizzare l'evoluzione delle performance post-fusione ed a spiegarne i possibili fattori determinanti.

Nell'intento di colmare parzialmente detta mancanza, questa ricerca si propone di realizzare un event-study sul mercato assicurativo europeo, dal quale sia possibile desumere indicazioni sul come gli investitori abbiano accolto l'annuncio di operazioni di aggregazione che hanno coinvolto (almeno) un'assicurazione europea quotata in qualità di acquirente.

Si vuole in tal modo rilevare quali caratteristiche, in termini di diversificazione o specializzazione geografica e operativa, abbiano presentato le operazioni ritenute dal mercato maggiormente *value-enhancing*.

Prima di illustrare più specificatamente gli obiettivi e le domande di ricerca sottostanti alla presente analisi, è opportuno premettere alcune considerazioni generali sulla metodologia di ricerca utilizzata.

L'Event-study è una tecnica di analisi efficacemente utilizzata in diversi studi di management per desumere l'importanza di un determinato evento sul valore di mercato delle imprese coinvolte.

L'utilizzo dei prezzi di mercato consente di ovviare al principale limite delle analisi dei dati contabili: la possibilità di tali dati di essere distorti dalle scelte operate dalle società in sede di stesura del bilancio, e pertanto di essere indicatori non pienamente attendibili delle performance aziendali. Oltretutto, una piena armonizzazione e omogeneizzazione del contenuto e dei criteri di redazione del bilancio si è avuta, almeno in ambito europeo, solo in tempi recenti con l'entrata in vigore dei nuovi principi contabili internazionali. Al contrario, il valore che il mercato attribuisce alla società è ritenuto riflettere il reale valore delle imprese, essendo espressione del valore attuale dei futuri *cash flow* connessi al possesso del titolo azionario e valutati dal mercato in base a tutte le informazioni rilevanti disponibili.

La metodologia dell'event-study poggia su tre ipotesi fondamentali (McWilliams e Siegel, 1997):

- I mercati sono efficienti: ciò significa che i prezzi incorporano tutta l'informazione rilevante disponibile agli operatori di mercato. Qualsiasi nuova informazione riguardante

l'emittente dovrebbe essere velocemente incorporata nei prezzi, non appena resa pubblica. Ne discende che è possibile studiare la variazione dei prezzi che segue alla comunicazione dell'informazione rilevante, in un periodo entro il quale tale informazione continuerà ad esercitare un'influenza sul valore della società.

- L'evento non è stato anticipato: il mercato non dovrebbe aver avuto in anticipo alcuna informazione riguardo l'operazione. Tuttavia è possibile che alcune informazioni trapelino al mercato in anticipo; ciò è particolarmente vero per gli annunci di M&A che sono il risultato di un'accorta pianificazione strategica precedente, in ordine alla quale alcune notizie o *rumors* possono già essere circolati. La possibilità che la notizia sia già trapelata al mercato giustifica in questi casi l'adozione di una finestra di osservazioni simmetrica, la cui durata temporale si estende sia prima che oltre la data dell'annuncio (McWilliams e Siegel, 1997)<sup>18</sup>.
- Non sono occorsi altri eventi nel periodo di rilevazione: non devono quindi essere intervenute notizie idonee a sortire effetti sui prezzi di mercato che non possono essere distinti da quelli provocati dall'evento originario. La probabilità che si verifichino effetti che possono generare confusione cresce al crescere della finestra temporale di rilevazione dei rendimenti "anormali".

La verifica empirica interessa un campione di operazioni di M&A condotte nel periodo 1997-2006 che hanno coinvolto in qualità di bidder un'impresa assicurativa europea quotata e in qualità di target un'altra assicurazione, una banca, un asset manager o un'altra impresa operante nel settore finanziario. La scelta di considerare le M&A in cui l'acquirente è stata un'impresa di assicurazione europea è motivata dall'obiettivo di evidenziare sia l'espansione delle assicurazioni nel proprio ramo di attività, sia in altri rami assicurativi, sia, infine, in altre attività di intermediazione finanziaria. Sono state considerate quindi diverse possibili strategie, tra cui quelle di tipo conglomerale.

La scelta dell'orizzonte temporale, da un lato, è motivata dalla volontà di inserire osservazioni in grado di cogliere gli effetti della *deregulation* nel settore finanziario; dall'altro, non manifesta incoerenza con la letteratura prevalente che spesso, per esigenze di numerosità campionaria, ha analizzato archi temporali parimenti estesi<sup>19</sup>. L'esigenza principale, infatti, è legata all'ottenimento di un campione di operazioni di numerosità sufficientemente ampia. Simili

---

<sup>18</sup> Come si vedrà in seguito saranno testate anche finestre temporali che precedono l'annuncio, proprio ad indicazione della possibile presenza di rumors.

<sup>19</sup> Tra gli altri Cummins e Weiss (2004), Cummins et al. (2006), Cybo-Ottone e Murgia (2000), Akhigbe e Madura (2001).

ricerche sono state condotte con campioni di circa 50 osservazioni<sup>20</sup> (Cybo-Ottone e Murgia, 2000; Akhigbe e Madura, 2001; Cummins e Weiss, 2004). La dimensione del campione è un fattore critico per almeno due ordini di motivazioni: innanzitutto, i test statistici da effettuare per valutare la significatività dei risultati sono implicitamente fondati su un'ipotesi di normalità della distribuzione delle osservazioni, a sua volta plausibile in caso di numerosità campionaria sufficientemente ampia; inoltre, quanto più ridotta è la dimensione del campione, tanto più rilevante può essere l'effetto distorsivo esercitato dall'eventuale presenza di outliers, dovendosi in questi casi interpretare se e in quale misura i risultati siano da ciò influenzati (McWilliams e Siegel, 1997).

L'evento oggetto d'indagine consiste nell'annuncio di operazioni di M&A, ovverosia qualsiasi acquisto di azioni che abbia consentito all'impresa acquirente di raggiungere una partecipazione di controllo in un'altra impresa, rilevando in questi casi il "controllo di diritto" esercitato in forza di una partecipazione di almeno pari al 50% del capitale dell'impresa target (DeLong, 2001; Beitel e Schierek, 2001; Cummins e Weiss, 2004). Condizione necessaria ai fini dell'inclusione dell'operazione nella ricerca è pertanto che sia intervenuto un cambiamento nel controllo e, naturalmente, che l'operazione sia stata efficacemente portata a termine.

L'estensione del periodo di riferimento dell'analisi deve essere determinata in relazione alla natura dell'evento studiato (Ryngaert e Netter, 1990). In caso di eventi non anticipati, cioè non prevedibili o non preceduti da fuga di notizie, l'event window entro cui viene calcolato il rendimento anormale ha inizio nella data dell'evento; in caso di eventi anticipati, tra cui rientrano gli annunci di M&A, è più opportuno considerare una event window simmetrica, cioè avente inizio in un giorno precedente all'annuncio e termine in un giorno successivo. In ogni caso sarà valutata la significatività statistica di finestre temporali sia simmetriche che asimmetriche.

Stabiliti questi aspetti definatori, la metodologia di analisi dell'event-study può essere scomposta in tre fasi:

- a) calcolo del rendimento di mercato dei titoli coinvolti nell'operazione di M&A nei giorni immediatamente precedenti e successivi alla data dell'annuncio;

---

<sup>20</sup> In realtà non mancano ricerche con numerosità campionaria inferiore: Akhigbe e Madura (2001) presentano una numerosità per il bidder di oltre 60 unità mentre appena di 22 per il target. Resti e Siciliano (1999) applicano congiuntamente un event study e un'analisi sull'evoluzione delle performance su un campione di fusioni tra banche quotate italiane, la cui numerosità campionaria, per effetto dei necessari aggiustamenti, si riduce a 9 target e 5 bidder.

- b) calcolo di un rendimento “normale”, stimato in base ai prezzi delle stesse azioni in un periodo precedente all’annuncio;
- c) valutazione dell’esistenza di un rendimento anormale, positivo o negativo e statisticamente significativo, del titolo delle società coinvolte nei giorni dell’annuncio come differenza tra rendimento di mercato e rendimento teorico “normale”.

Nella prima fase si determinano i rendimenti giornalieri dei titoli delle imprese bidder e target nell’event window. L’estensione di tale finestra di rilevazione può essere variamente stabilita; tuttavia si ritiene preferibile una finestra ridotta, in grado di assicurare una maggiore significatività dei test statistici e una minore probabilità che intervengano effetti confusivi sui rendimenti dei prezzi provocati da altri eventi. Il periodo di rilevazione dei rendimenti anormali dovrebbe essere sufficientemente ampio da catturare gli effetti rilevanti generati dall’evento ma, al tempo stesso, sufficientemente breve da escludere effetti confusivi (McWilliams e Siegel, 1997). In ogni caso il periodo complessivamente considerato sarà pari a 31 sedute di negoziazione (-15;+15)<sup>21</sup>, salva la facoltà di concentrare l’attenzione dell’analisi sulle finestre in grado di assicurare ai risultati una significatività statistica e concettuale superiore.

Nella seconda fase si calcolano invece i rendimenti normali del titolo, i rendimenti che si ipotizza che il titolo avrebbe generato se non si fosse verificato l’evento in esame (MacKinlay, 1997).

Diversi approcci sono disponibili per la stima del rendimento normale di un titolo, molti dei quali accomunati dal fatto di essere fondati su alcune ipotesi statistiche circa il comportamento dei prezzi. L’approccio che ha ricevuto maggior consenso in letteratura è il Market Model<sup>22</sup>: il rendimento di un qualsiasi titolo viene espresso in relazione al rendimento del portafoglio di mercato<sup>23</sup>, secondo l’espressione:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{Mt} + \varepsilon_i$$

In cui:  $R_{it}$  è il rendimento giornaliero osservato dall’i-esimo titolo al tempo t;  $R_{Mt}$  è il rendimento giornaliero del mercato; il coefficiente  $\beta_i$  è una misura del rapporto tra il grado di variabilità del rendimento dell’i-esima azione rispetto alle variazioni del mercato azionario nel suo complesso; il coefficiente  $\alpha_i$  rappresenta la componente costante del rendimento del titolo i-

<sup>21</sup> Come ad es. in Cummins e Weiss (2004).

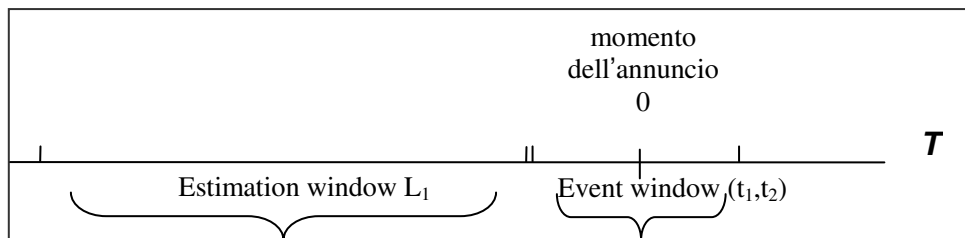
<sup>22</sup> Fondato sul Single Index Model di Sharpe.

<sup>23</sup> Nello specifico saranno utilizzati sia indici generali di mercato che indici settoriali.

esimo; ed infine la  $\varepsilon_i$  rappresenta la componente erratica del rendimento del periodo, ossia indipendente dall'andamento del mercato e che si assume abbia valore atteso nullo.

Dal market model si ricavano quindi le stime dei rendimenti normali da confrontare con i rendimenti effettivamente osservati.

L'estensione della estimation window, il periodo di tempo lungo il quale ottenere le stime dei coefficienti  $\alpha_i$  e  $\beta_i$ , deve essere sufficientemente ampia da garantire l'affidabilità della stima<sup>24</sup>. È inoltre necessario che tale periodo di osservazione, la cui lunghezza è generalmente superiore ai 200 giorni, non sia sovrapposto a quello di rilevazione dei rendimenti anormali. Si è scelto di considerare una estimation window avente la durata di 225 giorni di negoziazione e termine il ventesimo giorno precedente l'annuncio dell'operazione.



Infine nell'ultima fase si determinano gli abnormal returns giornalieri come differenza tra il rendimento effettivamente registrato dall'*i*-esimo titolo nel giorno *t* e il rendimento teorico del titolo nello stesso giorno applicando il market model, secondo l'espressione:

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \cdot R_{Mt})$$

in cui  $R_{it}$  è il rendimento giornaliero aggiustato per il dividendo<sup>25</sup> osservato per il titolo *i*-esimo e l'espressione tra le parentesi rappresenta il rendimento del titolo stimato dal market model.

Tra le proprietà statistiche degli abnormal returns stimati è utile ricordare che la loro distribuzione (condizionata al rendimento del mercato) può essere approssimata con una normale avente media condizionata nulla e varianza condizionata data dalla seguente espressione:

<sup>24</sup> I coefficienti della retta di regressione sono ottenuti mediante stimatori OLS (Ordinary Least Squares). (McWilliams e Siegel, 1997; MacKinlay, 1997; Resti e Siciliano, 1999; Cybo-Ottone e Murgia, 2000; Cummins e Weiss, 2004).

<sup>25</sup> Il rendimento giornaliero è calcolato su base logaritmica e attraverso i dividend-adjusted price, i prezzi dei titoli che considerano il flusso giornaliero di dividendo di cui è destinataria ogni azione. Il rendimento giornaliero del titolo *i* nel giorno *t* è dato da:

$$R_{it} = \text{Log}(P_t / P_{t-1})$$

$$\sigma^2(\hat{AR}_{it}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2 + \frac{1}{L_1} \left[ 1 + \frac{(R_{mt} - \hat{\mu}_m)^2}{\sigma_m^2} \right],$$

in cui  $\sigma_{\varepsilon_i}^2$  è la varianza dei residui del market model,  $L_1$  è la durata dell'estimation window,  $R_{mt}$  è il rendimento dell'indice di mercato all'istante  $t$ ,  $\mu_t$  è il rendimento medio dell'indice di mercato osservato durante l'estimation window e  $\sigma_m^2$  è la varianza dell'indice di mercato.

La varianza condizionata al rendimento di mercato è quindi data da due componenti. La prima è il termine di disturbo  $\sigma_{\varepsilon_i}^2$  che rappresenta la varianza dei residui del market model; la seconda componente costituisce la varianza addizionale derivante da errori campionari. Per estimation window sufficientemente ampie ( $L_1$  superiore a 150, 200 giorni) è ragionevole supporre che la seconda componente della varianza dell'abnormal return si annulli e che pertanto quest'ultima possa essere approssimata dalla varianza dei residui del market model.

Al fine di consentire di trarre indicazioni sull'effetto del complessivo fenomeno, i rendimenti anormali giornalieri registrati per ogni titolo devono poi essere aggregati secondo due dimensioni: secondo il tempo, vale a dire per opportune finestre temporali di osservazione degli extrarendimenti, e tra eventi osservati (distinguendo almeno inizialmente tra imprese bidder e target).

Per ogni finestra temporale prescelta è possibile calcolare i rendimenti anormali cumulati medi tramite il CAR (cumulative abnormal return). Selezionata una event window  $(t_1, t_2)$  il rendimento anomalo cumulato del titolo  $i$  è dato da:

$$CAR_i[t_1; t_2] = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$$

Anche in questo caso, per valori sufficientemente ampi delle finestre di stima dei rendimenti normali, la varianza del CAR del titolo  $i$  nella finestra di osservazione  $(t_1, t_2)$  può essere approssimata dalla seguente espressione:

$$\sigma_i^2(t_1, t_2) = (t_2 - t_1 + 1) \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

I rendimenti anormali dovranno poi essere aggregati in base alla seconda dimensione, vale a dire tra eventi (o tra imprese). È quindi possibile calcolare il rendimento anomalo cumulato medio per una data finestra di osservazione del fenomeno  $(t_1, t_2)$  come:

$$\overline{CAR}(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2)$$

Il CAR è un indicatore che permette di calcolare l'andamento della performance media rispetto al mercato dei titoli delle imprese coinvolte nell'operazione. Deve tuttavia essere verificata la significatività statistica dei valori medi dei CAR calcolati. A tal fine, assumendo che non vi sia stata sovrapposizione tra le event window di calcolo dei CAR delle N operazioni, la varianza del CAR medio è data da:

$$\text{var}[\overline{CAR}(t_1, t_2)] = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_i^2(t_1, t_2)$$

Assumendo quindi che i rendimenti anomali cumulati medi si distribuiscano secondo una distribuzione normale,

$$\overline{CAR}(t_1, t_2) \sim N[0, \text{var}(\overline{CAR}(t_1, t_2))]$$

è possibile costruire un test statistico che verifichi l'ipotesi nulla  $H_0$  che l'evento non abbia determinato rendimenti anomali, tramite la statistica:

$$\theta_1 = \frac{\overline{CAR}(t_1, t_2)}{\text{var}(\overline{CAR}(t_1, t_2))^{1/2}} \sim N(0;1) \text{ (MacKinlay, 1997).}$$

I risultati saranno poi interpretati, in primo luogo, separatamente per target e bidder, al fine di mettere in luce quali siano stati gli effetti dell'annuncio di tali operazioni per ognuno dei due insiemi di società da esso interessate.

In secondo luogo, in accordo con la letteratura analizzata<sup>26</sup>, sarà calcolato il risultato in termini di creazione di valore (rendimento anomalo cumulato) per la cosiddetta entità combinata: tale risultato proviene dal calcolo per ogni finestra temporale individuata, della media dei CAR di bidder e target ponderata per le rispettive capitalizzazioni di mercato<sup>27</sup> (Houston e Ryngaert, 1994). La creazione di valore per l'entità combinata (TCAR) in una finestra di osservazione dei rendimenti anomali ( $t_1, t_2$ ), risulterà quindi dall'espressione:

<sup>26</sup> (Houston e Ryngaert, 1994; Cybo-Ottone e Murgia, 2000; Beitel e Schiereck 2001; Cummins e Weiss, 2004; Fields et al. 2005).

<sup>27</sup> Per evitare che la capitalizzazione di mercato sia influenzata dagli effetti dell'annuncio che si vogliono ricavare il valore di mercato del capitale delle società con cui saranno calcolate le medie ponderate è stato calcolato al termine della estimation window ( $t=-20$ ).

$$TCAR = \frac{MV_{Ti} \cdot CAR_{Ti} + MV_{Bi} \cdot CAR_{Bi}}{MV_{Ti} + MV_{Bi}},$$

in cui  $MV_{Ti}$  e  $MV_{Bi}$  sono, rispettivamente, le capitalizzazioni di target e bidder al termine della estimation window e  $CAR_{Ti}$  e  $CAR_{Bi}$  sono i rendimenti anomali cumulati per target e bidder della  $i$ -esima aggregazione rilevati nella event window  $(t_1, t_2)$ .

La significatività dei CAR per l'entità combinata sarà sottoposta allo stesso test di ipotesi precedentemente esposto, seguendo la determinazione della varianza del  $TCAR$ <sup>28</sup> illustrata da Houston e Ryngaert (1994).

Le domande di ricerca a cui si tenterà di rispondere a seguito di questa analisi sono:

- Qual è stato l'effetto dell'annuncio delle operazioni di crescita esterna per gli azionisti delle società coinvolte?
- La crescita esterna delle assicurazioni verso quali business è stata meglio accolta dal mercato? Il mercato ha maggiormente apprezzato strategie di diversificazione o di specializzazione operativa?
- Quali sono stati gli effetti delle operazioni cross-border?

Il successivo stadio di analisi dell'event study consiste nel tentativo di identificare una relazione tra la consistenza e la variabilità degli abnormal returns e un serie di fattori, ognuno dei quali espressivo di una caratteristica specifica dell'operazione.

Questo esercizio può essere particolarmente utile quando si ritiene che più variabili possano contribuire a spiegare gli effetti di mercato dell'evento in esame, e si vuole quindi stabilire quale di esse è legata ai risultati da relazioni statisticamente significative.

Il secondo stadio di analisi si realizza pertanto mediante una regressione multipla cross-section dei rendimenti anomali (significativi) riscontrati in base a selezionate caratteristiche del deal. Ai fini della presente analisi, tuttavia, si valuterà se ritenere sufficiente una semplice analisi delle correlazioni tra abnormal returns e singole caratteristiche del deal, per verificare la semplice

<sup>28</sup> La varianza del rendimento anomalo cumulato della  $i$ -esima aggregazione è data dalla seguente espressione:

$$\begin{aligned} \text{var}(TCAR_i) = & \left[ \frac{MV_{Ti}}{MV_{Ti} + MV_{Bi}} \right]^2 \text{var}(CAR_{Ti}) + \left[ \frac{MV_{Bi}}{MV_{Ti} + MV_{Bi}} \right]^2 \text{var}(CAR_{Bi}) + \\ & + 2 \left[ \frac{MV_{Ti}}{MV_{Ti} + MV_{Bi}} \right] \left[ \frac{MV_{Bi}}{MV_{Ti} + MV_{Bi}} \right] \cdot \rho_{BT}(n_{Bi} / n_{Ti}) \cdot [\text{var}(CAR_{Bi}) \cdot \text{var}(CAR_{Ti})]^{1/2} \end{aligned}$$

in cui  $MV_{Ti}$  e  $MV_{Bi}$  rappresentano le capitalizzazioni di target e bidder,  $\rho_{BT}$  è la correlazione stimata tra i residui del market model di bidder e target e  $n_{Bi}$  e  $n_{Ti}$  rappresentano rispettivamente il numero di giorni delle event window di bidder e target (Houston e Ryngaert, 1994).

esistenza di relazioni significative e la loro capacità esplicativa della variabile dipendente (CAR di bidder, target o della combined entity). Solo in presenza di relazioni statisticamente significative tra CAR prescelto e di alcune di queste variabili si tenterà di delineare un modello di regressione multivariata.

La scelta dei fattori per i quali stimare la capacità esplicativa dei rendimenti anomali dell'operazione comprende, innanzitutto, le più volte citate dimensioni di specializzazione o diversificazione geografica e operativa. Sarà a tal fine stimata la relazione tra effetti delle aggregazioni e due variabili dummy: la prima espressiva della "nazionalità" del deal (domestico o cross-border) e la seconda indicativa della strategia di crescita perseguita (orizzontale o conglomerale).

Sarà quindi valutata la relazione tra creazione (o distruzione) di valore dell'operazione e controvalore<sup>29</sup> pagato per l'acquisizione, al fine di valutare se il prezzo pagato dall'acquirente abbia avuto una qualche capacità segnaletica degli effetti dell'operazione.

Successivamente, in accordo con la letteratura esaminata, si tenterà di verificare l'apprezzamento da parte del mercato del possibile conseguimento di economie di scala grazie all'aggregazione. Tale dimensione sarà esaminata attraverso indicatori della dimensione del target assoluti e relativi. Tra i primi rientrano il totale attivo risultante dall'ultimo bilancio approvato al momento dell'operazione e il valore della capitalizzazione di mercato dell'impresa al termine della estimation window. Gli indicatori della dimensione relativa del target rispetto al bidder consistono invece nel rapporto tra totale attivo del primo e del secondo e nel rapporto tra le rispettive capitalizzazioni. Una relazione positiva tra effetti dell'operazione e queste variabili sarebbe indicativa di possibili economie di scala per l'impresa acquirente (Fields et al., 2005).

Inoltre, sarà sottoposta a verifica l'ulteriore ipotesi secondo la quale i guadagni di efficienza sarebbero maggiormente conseguibili, e quindi apprezzati dal mercato, laddove l'integrazione abbia luogo tra un'impresa redditizia e un'impresa che presenta scarse performance (Houston e Ryngaert, 1994). Tale differenza può essere espressa tramite una variabile che rapporta la redditività complessiva (Return on Assets, ROA) del target a quella del bidder<sup>30</sup>. Si verificherà

---

<sup>29</sup> Espresso in scala logaritmica.

<sup>30</sup> In alternativa si può utilizzare l'indicatore di redditività per gli azionisti (Return on Equity).

anche se misure della redditività e del volume di affari della sola impresa acquisita contribuiscano a spiegare l'apprezzamento dell'operazione da parte del mercato<sup>31</sup>.

Inoltre si valuterà se l'apprezzamento del mercato di una aggregazione possa essere legato a caratteristiche dell'impresa acquirente. Si tratta di un aspetto meno approfondito in letteratura ma che può essere particolarmente utile alla luce della constatazione che il settore assicurativo europeo vede la presenza di pochi grandi player attivi sul mercato nazionale ed internazionale, e pertanto può essere utile indagare se le caratteristiche del bidder in termini di dimensione e redditività possano contribuire a spiegare l'apprezzamento delle operazioni di crescita per linee esterne.

Infine, sarà valutata la relazione tra *wealth effects* dell'operazione e la modalità di pagamento scelta, se in contanti o con forme diverse (azioni, forme miste di contanti, debito e azioni). La letteratura prevalente attribuisce alla scelta della modalità di pagamento una capacità segnaletica della vantaggiosità dell'operazione, laddove si ritiene che il finanziamento tramite azioni sia preferibile da parte delle imprese acquirenti che ritengono le proprie azioni sopravvalutate, mentre il regolamento in contanti sia maggiormente apprezzato dal mercato<sup>32</sup>, in quanto indicativo della validità dell'operazione. In tal caso, data l'eterogeneità e articolazione delle forme di finanziamento riscontrate, sarà creata una variabile dummy che distingua i casi in cui il regolamento dell'operazione sia avvenuto completamente in contanti, dai casi in cui vi sia stato un concorso di forme di pagamento diverse o un pagamento in azioni. Altra letteratura peraltro afferma la superiorità dei *wealth effects* nei casi in cui il pagamento avvenga tramite contanti o con il concorso di contanti più debito (Amihud et al., 1990).

I risultati di questa seconda fase dell'analisi dovrebbero quindi permettere di affermare l'esistenza di relazioni significative tra l'apprezzamento dell'M&A da parte del mercato e:

- a) focalizzazione/diversificazione geografica realizzata con l'operazione;
- b) strategia di specializzazione/diversificazione operativa perseguita;
- c) controvalore dell'operazione;
- d) indicatori dell'entità di possibili economie di scala per l'impresa acquirente;
- e) indicatori della redditività dell'impresa acquisita e della disparità tra performance reddituali del bidder e del target;
- f) dimensione dell'impresa acquirente;

---

<sup>31</sup> ROA, ricavi totali (turnover) e reddito netto del target.

<sup>32</sup> Brealey e Myers, 1999.

- g) redditività dell'impresa acquirente;
- h) modalità di regolamento dell'operazione.

#### 4. Il campione: costruzione e analisi descrittiva

Alla luce delle considerazioni metodologiche già svolte, è possibile identificare con precisione il campione di osservazioni che costituisce l'oggetto dell'analisi. Tale campione, ottenuto mediante verifica del numero di operazioni che soddisfano le condizioni già citate, sarà analizzato innanzitutto attraverso strumenti descrittivi che permettano di metterne a fuoco la consistenza e la qualità, e la coerenza di queste ultime con gli obiettivi dell'analisi. È opportuno premettere che sull'estensione qualitativa e temporale del campione prescelto abbia influito, da un lato, la necessità di ottenere una numerosità sufficiente all'espletamento della verifica empirica, con cui si spiega l'ampia estensione temporale, e dall'altro, l'effettiva capacità di reperire le informazioni necessarie.

Il campione comprende le fusioni e acquisizioni realizzatesi<sup>33</sup> nel periodo 1997-2006 in cui:

- a) l'istituzione bidder è un'impresa assicurativa europea;
- b) l'istituzione target è un'altra assicurazione, una banca, un asset manager o qualsiasi altra impresa operante nel settore finanziario;
- c) entrambe le imprese bidder e target sono quotate su un mercato ufficiale;
- d) l'acquisizione, effettivamente realizzata, ha consentito il superamento della soglia del 50% del capitale azionario dell'impresa target, quindi il sicuro conseguimento del controllo.

Le informazioni relative ai deal che soddisfano le sopraindicate condizioni sono state estratte dai database Dealogic e Zephyr. La numerosità delle operazioni su cui è stato possibile approfondire l'analisi è stata come si è accennato ridotta dall'impossibilità di reperire alcuni dati sui prezzi dei titoli, che sono stati estratti dal database Datastream. Il numero di operazioni per le quali è stato possibile disporre di tutti gli elementi necessari allo svolgimento dell'analisi è stato di 49 operazioni<sup>34</sup>, numerosità sufficiente per un corretto espletamento di un event study.

Tuttavia, lo svolgimento delle fasi iniziali dell'event study ha palesato la presenza nel campione ottenuto di società il cui andamento dei prezzi nella finestra di stima dei rendimenti normali attraverso il market model era difficilmente collegabile all'andamento di un indice di mercato, sia generale che settoriale. Tale evenienza è giustificabile alla luce del fatto che in un

---

<sup>33</sup> Più precisamente, il cui annuncio è avvenuto tra l'1/01/1997 e il 31/12/2006.

<sup>34</sup> Il numero di deal che hanno originariamente soddisfatto dette condizioni è stato di 79 aggregazioni. Tuttavia tale numerosità si è successivamente ridotta per la necessità di omettere dalla ricerca le operazioni per le quali non è stato possibile trovare prezzi di mercato delle società coinvolte ovvero quelle per cui tali prezzi non consentivano l'espletamento della successiva analisi.

considerevole numero di operazioni almeno una delle due società coinvolte (soprattutto le acquisite) ha mostrato nell'estimation window un andamento dei prezzi caratterizzato da fasi talvolta prolungate di illiquidità e di incapacità di quotare nuovi prezzi. Data la debolezza delle stime dei rendimenti "normali" manifestatasi in questi casi, che ha determinato l'impossibilità di legare con un livello di approssimazione almeno sufficiente la dinamica dei rendimenti delle società alla variabilità dei rendimenti di un indice di mercato, si è ritenuto preferibile limitare l'analisi alle sole operazioni per le quali il market model fornisca risultati sufficientemente significativi. Il numero di tali operazioni si è ridotto a 33 casi. Si tratta di una numerosità inferiore a quella prevalentemente presentata in letteratura e che pertanto induce a leggere i risultati con gli opportuni *caveat*.

Prima di illustrare i primi risultati dell'event study è utile una descrizione del campione finale oggetto di analisi. Tale descrizione sarà incentrata sulla sua composizione, ed in particolare sulla sua estensione temporale, sulle già citate caratteristiche di nazionalità ed operatività delle aggregazioni ed infine su indicatori dimensionali delle società e delle operazioni.

In primo luogo è utile esporre la classificazione delle aggregazioni presenti nel campione per anno. La Tabella 4.1 fornisce un'indicazione sulla ripartizione delle osservazioni per anno in cui l'operazione è stata annunciata.

<b>Tabella 4.1. NUMEROSITÀ E CONTROVALORE (IN MILIONI DI EURO) DELLE AGGREGAZIONI PER ANNO</b>				
<b>Anno</b>	<b>Numero di Aggregazioni</b>	<b>Controvalore medio operazione</b>	<b>Controvalore minimo operazione</b>	<b>Controvalore massimo operazione</b>
1997	4	3109.03	1955.76	4262.30
1998	5	5069.08	539.63	12962.96
1999	9	2696.07	185.19	11802.90
2000	5	5752.05	644.00	15471.39
2001	2	27624.91	18936.82	36313.00
2002	2	560.54	29.00	1092.08
2003	2	783.48	98.57	1468.38
2004	-	-	-	-
2005	2	8274.72	6954.44	9594.99
2006	2	3857.35	2895.31	4819.39
<b>Totale</b>	<b>33</b>	<b>5380.33</b>	<b>185.19</b>	<b>36313.00</b>

La numerosità finale del campione e le restrittive condizioni alla base della sua costituzione non consentono di trarre indicazioni di indicazioni di portata generale sulla consistenza del fenomeno; tuttavia è possibile affermare in prima analisi che le osservazioni siano coerenti con la dinamica del settore finanziario che è stata caratterizzata, soprattutto alla fine dello scorso

decennio, da ritmi di aggregazione sostenuti a cui è seguito un rallentamento nei primi anni del nuovo millennio ed infine una ripresa di vigore negli ultimi anni<sup>35</sup>. Tali dinamiche sono confermate anche dall'osservazione della dimensione delle operazioni: l'ammontare medio del controvalore delle operazioni poste in essere ha subito una contrazione primi anni del nuovo millennio e una ripresa negli ultimi due anni.

La distribuzione delle operazioni lungo il decennio considerato non si presenta quindi omogenea, essendo oltre la metà delle operazioni considerate avvenute nei primi tre anni considerati.

La Tabella 4.2 illustra invece la composizione del campione per Paese dell'impresa di assicurazione che ha intrapreso l'operazione di crescita esterna.

<b>Tabella 4.2. COMPOSIZIONE DEL CAMPIONE PER NAZIONALITÀ DELL'ASSICURAZIONE ACQUIRENTE E PER CONTROVALORE MEDIO</b>		
<b>Nazionalità dell'Acquiror</b>	<b>Numero di Aggregazioni</b>	<b>Controvalore medio dell'operazione (in milioni di euro)</b>
Austria	1	98.57
Belgio	3	5600.86
Francia	2	5531.69
Germania	2	9790.41
Grecia	1	29.00
Irlanda	1	1163.09
Italia	5	5904.79
Norvegia	1	185.19
Olanda	6	8799.64
Regno Unito	9	5096.56
Svizzera	2	743.23
<b>Totale</b>	<b>33</b>	<b>5380.33</b>

Dall'osservazione della nazionalità delle imprese bidder emerge chiaramente l'importanza del fenomeno oggetto di analisi nel Regno Unito: quasi un terzo delle operazioni che costituiscono il campione è stato intrapreso da un'assicurazione inglese. Ciò è coerente sia con il peso di questa attività nel settore finanziario britannico, sia con il maggior grado di sviluppo dei mercati finanziari anglosassoni, nei quali l'incidenza delle imprese assicurative quotate è da sempre sensibilmente superiore rispetto all'Europa continentale e, come confermato dal fatto che la

<sup>35</sup> A questo proposito si deve aggiungere che la composizione finale del campione ha dovuto omettere alcune operazioni che hanno avuto luogo tra il 2005 e 2006 nei cui casi è stato impossibile reperire dati completi sui prezzi dei titoli delle imprese (target) coinvolte. Tali operazioni riguardavano strategie di crescita nell'Est Europa di alcuni grandi *player* europei.

maggior parte di tali operazioni ha avuto carattere domestico, vi sono margini per processi di concentrazione.

Si segnala inoltre che in paesi quali l’Olanda e l’Italia e Belgio, in cui il fenomeno di crescita esterna delle imprese assicurative (quoted) è rappresentato in modo rilevante nel campione, la numerosità osservata è stata prevalentemente guidata da pochi grandi player attivi sul mercato internazionale, la gran parte dei deal in questi tre paesi ha avuto infatti carattere cross-border ed è stata intrapresa da uno stesso importante gruppo assicurativo nel ramo vita<sup>36</sup>.

Rilevante ai fini di questa ricerca è la classificazione delle operazioni contenute nel campione in base alle dimensioni di “operatività”, vale a dire di specializzazione ovvero diversificazione operativa, e di “nazionalità”, ovverosia di specializzazione ovvero diversificazione geografica.

La Tabella 4.3 illustra la classificazione delle aggregazioni del campione per tipologia di strategia di crescita seguita. Per delineare una prima ripartizione dei deal presenti nel campione in relazione all’operatività si è scelto di considerare i codici di classificazione industriale (Standard Industrial Classification, SIC) delle imprese, approssimati alle prime due cifre: sono stati considerati orientati alla specializzazione (*focusing*) i deal in cui il SIC a due cifre primario del target coincide con quello del bidder, in caso contrario le M&A sono state reputate orientate alla diversificazione (*diversifying*). Alla luce della precedente classificazione, le aggregazioni hanno avuto in prevalenza carattere orizzontale (incidenza di oltre il 60% del campione) e hanno pertanto visto l’acquisizione da parte di un’assicurazione di un’altra società operante (almeno primariamente) nello stesso business. Tuttavia anche le aggregazioni conglomerali sono rappresentate da un discreto numero di osservazioni.

Le aggregazioni guidate da una strategia di diversificazione operativa hanno inoltre comportato mediamente la movimentazione di un maggiore ammontare di risorse.

<b>Tabella 4.3. COMPOSIZIONE DEL CAMPIONE PER CARATTERE DI OPERATIVITÀ DELL’AGGREGAZIONE</b>		
<b>Strategia di crescita</b>	<b>Numero di Aggregazioni</b>	<b>Controvalore medio dell’operazione (in milioni di euro)</b>
Crescita Orizzontale	21	4370.89
Crescita Conglomerale	12	6978.61
<b>Totale</b>	<b>33</b>	<b>5380.33</b>

<sup>36</sup> ING Groep, Generali S.p.A e Fortis, rispettivamente.

In relazione al carattere della nazionalità delle operazioni incluse, il campione presenta una ripartizione molto equilibrata tra fusioni e acquisizioni realizzate su scala domestica e internazionale: ciò rappresenta una conferma dell'importanza della crescita transfrontaliera nel settore assicurativo (Tabella 4.4). L'osservazione del controvalore medio delle operazioni per nazionalità indica inoltre maggiore onerosità delle acquisizioni realizzate su scala domestica. Tale evidenza è coerente con quanto proposto nella successiva Tabella 4.6 in riferimento alla dimensione delle imprese coinvolte nel deal: le acquisizioni su scala domestica hanno avuto ad oggetto imprese target di dimensioni (capitalizzazione di mercato) superiori rispetto a quelle cross-border.

<b>Nazionalità dell'operazione</b>	<b>Numero di Aggregazioni</b>	<b>Controvalore medio dell'operazione (in milioni di euro)</b>
domestica	16	6308.53
cross-border	17	4510.15
<b>Totale</b>	<b>33</b>	<b>5380.33</b>

La Tabella 4.5 consente di ottenere un quadro complessivo delle osservazioni che compongono il campione sulla base delle due dimensioni appena illustrate e che saranno poi utilizzate, premessi gli evidenti *caveat* legati a numerosità così ridotte (in particolare a livello di sottocategorie), per l'interpretazione dei risultati dell'event study. Sono inoltre fornite informazioni utili a valutare la dimensione delle imprese coinvolte.

<b>Nazionalità dell'operazione</b>	<b>Strategia di crescita</b>	<b>Numero di Aggregazioni</b>	<b>controvalore medio operazione</b>	<b>controvalore minimo operazione</b>	<b>controvalore massimo operazione</b>
<b>domestica</b>					
	orizzontale	10	6500.13	29.00	15471.34
	conglomerale	6	6021.14	185.19	18936.82
	<b>Totale</b>	<b>16</b>	<b>6308.53</b>	<b>29.00</b>	<b>18936.82</b>
<b>cross-border</b>					
	orizzontale	11	2454.58	98.57	6954.44
	conglomerale	6	7936.09	458.3851	36313
	<b>Totale</b>	<b>17</b>	<b>4510.15</b>	<b>98.57</b>	<b>36313</b>
<b>Totale</b>		<b>33</b>	<b>5380.33</b>	<b>29.00</b>	<b>36313</b>

Come già accennato, la scomposizione delle aggregazioni per entrambe le variabili considerate determina sottogruppi di osservazioni di numerosità ridotta. È però possibile affermare che le

fusioni e acquisizioni avvenute su scala nazionale osservate hanno risposto sia a logiche di espansione nel settore assicurativo, sia a strategie di crescita nel settore bancario e dell'asset management. La stessa frequenza nelle scelte di crescita operativa caratterizza poi le aggregazioni avvenute su scala cross-border, non evidenziandosi quindi particolari differenze riguardo la composizione del campione per i due tipi di operazioni.

La Tabella 4.6, infine, contiene informazioni in merito alla capitalizzazione delle imprese presenti nel campione e alla relazione della stessa con la classificazione delle operazioni illustrata in precedenza. Si rileva che nella totalità dei casi l'acquisizione o fusione ha interessato società in cui l'acquirente presentava dimensione, espressa dalla capitalizzazione di mercato misurata un mese prima dell'annuncio dell'operazione, sensibilmente superiore a quella del target.

La differenza dimensionale tra le imprese bidder e target, che risulta ancora più marcata per le operazioni cross-border, è un aspetto che sarà oggetto di approfondimento in sede di interpretazione dei risultati dell'event study. Si può fin d'ora osservare come le realtà osservate abbiano visto la crescita esterna di un operatore del mercato assicurativo di grande dimensione.

<b>Nazionalità dell'operazione</b>	<b>Strategia di crescita</b>	<b>Numero di Aggregazioni</b>	<b>Capitalizzazione Media Acquiror (milioni di euro)</b>	<b>Capitalizzazione Media Target (milioni di euro)</b>
<b>domestica</b>				
	orizzontale	10	17787.34	4661.82
	conglomerale	6	23709.00	6618.21
	<b>Totale</b>	<b>16</b>	<b>20007.96</b>	<b>5395.47</b>
<b>cross-border</b>				
	orizzontale	11	20321.25	1655.81
	conglomerale	6	30131.25	1703.72
	<b>Totale</b>	<b>17</b>	<b>23783.60</b>	<b>1672.72</b>
<b>Totale</b>		<b>33</b>	<b>21952.99</b>	<b>3477.69</b>

## 5. Risultati

In questo capitolo saranno discussi i principali risultati dell'event study.

In primo luogo, si osserveranno le evidenze circa gli effetti di creazione di valore che l'annuncio dell'aggregazione ha sortito su impresa acquirente, acquisita e sull'entità combinata delle due società. I risultati saranno quindi interpretati alla luce delle caratteristiche di specializzazione o diversificazione geografica e operativa delle operazioni.

In secondo luogo, si tenterà di individuare delle relazioni tra i risultati di creazione di valore ottenuti e un ventaglio di caratteristiche, ognuna della quali espressa dalle variabili ritenute più opportune, dell'operazione ovvero delle società coinvolte.

Infine, individuate delle variabili significativamente correlate con l'extrarendimento dell'operazione, si tenterà di impostare un modello di regressione multivariata in grado di spiegare la consistenza e la variabilità dei *wealth effects* dell'operazione in base ad alcune sue caratteristiche.

### 5.1. Gli effetti di creazione di valore a seguito dell'annuncio dell'aggregazione

Sono stati calcolati i rendimenti anomali cumulati per impresa acquirente, acquisita e per la cosiddetta entità combinata in diverse finestre temporali la cui estensione arriva a 31 giornate di negoziazione. I CAR così calcolati sono stati quindi sottoposti al test di significatività statistica illustrato nel capitolo 3.

La Tabella 5.1 mostra i CAR registrati dai titoli dell'impresa acquirente per le diverse event window considerate con i relativi risultati del test di significatività statistica dell'event study. L'analisi sarà limitata ai soli CAR che si sono rivelati significativi, ovverosia quelli per cui il test di ipotesi ha consentito di escludere con un sufficiente livello di probabilità l'ipotesi nulla che l'evento non abbia avuto impatto sul valore dei titoli. Le finestre temporali i cui risultati si sono rivelati attendibili hanno una ristretta estensione (da due a cinque sedute di negoziazione) e sono di tipo sia asimmetrico che simmetrico.

I CAR mostrano come vi sia stato per l'impresa bidder un extrarendimento negativo di entità prossima all'1%. Tale risultato, coerente con la letteratura prevalente in materia di event study,

consente di affermare che per le assicurazioni acquirenti vi è stata una lieve distruzione di valore all'annuncio di una M&A verso assicurazioni o altre imprese operanti nel settore finanziario.

<b>Tabella 5.1. CAR DELL'IMPRESA BIDDER</b>				
<i>Event Window</i>	<i>CAR medio</i>	<i>Posi/Nega</i>	<i>Z</i>	<i>p value</i>
<b>(-1;+1)</b>	-0.817% (*)	15/18	-1.9585	0.050171
<b>(-2;+2)</b>	-0.965% (*)	12/21	-1.79188	0.073152
<b>(-5;+5)</b>	-0.879%	14/19	-1.10126	0.270782
<b>(-10;+10)</b>	-0.184%	14/19	-0.16648	0.867777
<b>(-15;+15)</b>	0.811%	19/14	0.604825	0.545295
<b>(-1;0)</b>	-0.361%	17/16	-1.06066	0.288846
<b>(-2;0)</b>	-0.669%	12/21	-1.60464	0.108573
<b>(-5;0)</b>	-0.740%	15/18	-1.25475	0.20957
<b>(-10;0)</b>	-0.370%	16/17	-0.46387	0.64274
<b>(-15;0)</b>	-0.353%	15/18	-0.36655	0.713958
<b>(0;+1)</b>	-0.917% (***)	11/22	-2.69431	0.007053
<b>(0;+2)</b>	-0.757% (*)	12/21	-1.81608	0.069357
<b>(0;+5)</b>	-0.601%	13/20	-1.01943	0.307999
<b>(0;+10)</b>	-0.275%	18/15	-0.34449	0.730479
<b>(0;+15)</b>	0.687%	16/17	0.712818	0.475958

I simboli (\*),(\*\*) e (\*\*\*) indicano una significatività dei CAR, rispettivamente, al 90%, 95% e 99%. Si riporta inoltre il numero dei casi di CAR positivi e negativi, e i risultati del test di ipotesi per la statistica Z con relativo *p value*.

Sempre in accordo con la letteratura prevalente, i CAR mostrano effetti di rilevante creazione di valore per gli azionisti dell'impresa target (Tabella 5.2). Tali risultati sono inoltre maggiormente attendibili da un punto di vista statistico in quanto, per tutte le event window considerate, risulta certamente da scartare l'ipotesi di non incidenza dell'evento sui rendimenti dei titoli delle società acquisite.

L'extrarendimento cumulato del target risulta crescente all'ampliarsi della finestra di osservazione dei risultati, ad indicazione che la presenza di *rumors* precedenti all'annuncio dell'operazione ha determinato un rialzo delle quotazioni di imprese possibili oggetto di take-over. I dati confermano infatti un rilevante rendimento anomalo di entità superiore in finestre temporali asimmetriche precedenti rispetto all'annuncio dell'operazione rispetto a quelle successive.

Limitando l'osservazione alle sole event window per le quali anche i CAR del bidder presentavano valori statisticamente significativi, cosicché sia possibile realizzare un confronto, emerge che le imprese target hanno registrato una creazione di valore:

- di entità variabile tra il 7.5% e il 9.5% per le finestre simmetriche (-1,+1) e (-2,+2)
- ridotta a circa la metà per le stesse finestre asimmetriche (0,+1) e (0,+2).

Dall'osservazione dei risultati emerge che, a differenza delle imprese acquirenti, per le quali i risultati mostrano una sostanziale uniformità dei CAR tra ristrette event window simmetriche e asimmetriche, nel caso delle imprese target i *rumors* sulla futura acquisizione hanno avuto rilevanti effetti sul prezzo di mercato dei titoli.

<b>Tabella 5.2. CAR DELL'IMPRESA TARGET</b>				
<i>Event Window</i>	<i>CAR medio</i>	<i>Posi/Nega</i>	<i>Z</i>	<i>p value</i>
<b>(-1;+1)</b>	7.594% (***)	18/15	11.47645	0.000000
<b>(-2;+2)</b>	9.555% (***)	21/12	11.18486	0.000000
<b>(-5;+5)</b>	9.689% (***)	23/10	7.646898	0.000000
<b>(-10;+10)</b>	10.258% (***)	22/11	5.858974	0.000000
<b>(-15;+15)</b>	11.120% (***)	24/9	5.227702	0.000000
<b>(-1;0)</b>	6.507% (***)	18/15	12.04406	0.000000
<b>(-2;0)</b>	7.327% (***)	23/10	11.07263	0.000000
<b>(-5;0)</b>	7.679% (***)	23/10	8.205774	0.000000
<b>(-10;0)</b>	8.513% (***)	22/11	6.718659	0.000000
<b>(-15;0)</b>	9.252% (***)	22/11	6.054224	0.000000
<b>(0;+1)</b>	4.802% (***)	15/18	8.888398	0.000000
<b>(0;+2)</b>	5.943% (***)	19/14	8.981794	0.000000
<b>(0;+5)</b>	5.726% (***)	19/14	6.118464	0.000000
<b>(0;+10)</b>	5.460% (***)	16/17	4.30893	0.000016
<b>(0;+15)</b>	5.550% (***)	16/17	3.631888	0.000281

I simboli (\*),(\*\*) e (\*\*\*) indicano una significatività dei CAR, rispettivamente, al 90%, 95% e 99%. Si riporta inoltre il numero dei casi di CAR positivi e negativi, e i risultati del test di ipotesi per la statistica Z con relativo *p value*.

Seguendo la metodologia di aggregazione dei CAR esposta in precedenza, è stato determinato l'extrarendimento generato nelle diverse event window considerate dalla complessiva operazione come media dei CAR delle imprese coinvolte ponderata per le rispettive capitalizzazioni (Houston e Ryngaert, 1994). I risultati ottenuti per i CAR della *combined entity* sono stati quindi sottoposti al medesimo test di significatività statistica che verifica l'influenza dell'operazione sui rendimenti dei titoli delle società coinvolte.

I risultati mostrano valori del CAR medio non significativamente diversi dallo zero, ad indicazione dell'effetto complessivamente neutrale dell'operazione sul valore di mercato di entrambe le società coinvolte (Tabella 5.3).

Limitando l'analisi alla sola event window risultata significativa (al 90%), quella che comprende il giorno dell'annuncio dell'operazione e la giornata di negoziazione successiva, si rileva che le 33 operazioni analizzate hanno comportato mediamente un effetto complessivo lievemente negativo (distruzione di valore inferiore allo 0.5%).

Questo risultato costituisce una conferma della già osservata differenza dimensionale tra imprese acquirenti e acquisite, laddove nel calcolo del risultato medio ponderato per la

dimensione, gli extrarendimenti negativi determinati sul valore di mercato delle prime sono solo in piccola parte compensati dai CAR positivi delle seconde.

<b>Tabella 5.3. CAR DELL'ENTITÀ COMBINATA</b>				
<i>Event Window</i>	<i>CAR medio</i>	<i>Posi/Nega</i>	<i>Z</i>	<i>p value</i>
<b>(-1;+1)</b>	-0.104%	17/16	-0.31669	0.751479
<b>(-2;+2)</b>	-0.056%	17/16	-0.13208	0.894919
<b>(-5;+5)</b>	-0.151%	17/16	-0.23853	0.811473
<b>(-10;+10)</b>	0.526%	16/17	0.601985	0.547184
<b>(-15;+15)</b>	1.468%	18/15	1.383586	0.166485
<b>(-1;0)</b>	0.273%	20/13	1.013262	0.310935
<b>(-2;0)</b>	0.170%	19/14	0.51607	0.605805
<b>(-5;0)</b>	0.094%	18/15	0.201242	0.840509
<b>(-10;0)</b>	0.474%	18/15	0.749602	0.453494
<b>(-15;0)</b>	0.562%	18/15	0.737945	0.460548
<b>(0;+1)</b>	-0.466% (*)	13/20	-1.72992	0.083644
<b>(0;+2)</b>	-0.315%	15/18	-0.95505	0.339553
<b>(0;+5)</b>	-0.333%	15/18	-0.71404	0.475203
<b>(0;+10)</b>	-0.037%	18/15	-0.05804	0.953717
<b>(0;+15)</b>	0.800%	18/15	1.049934	0.293749

I simboli (\*),(\*\*) e (\*\*\*) indicano una significatività dei CAR, rispettivamente, al 90%, 95% e 99%. Si riporta inoltre il numero dei casi di CAR positivi e negativi, e i risultati del test di ipotesi per la statistica Z con relativo *p value*.

La ridotta numerosità campionaria non consente di approfondire l'analisi dei risultati disaggregando i CAR in base alle specifiche caratteristiche dell'operazione senza pregiudicarne la capacità esplicativa. Tuttavia per completezza dell'analisi si riportano comunque i rendimenti anomali cumulati medi osservati nella finestra temporale (0,1), in quanto emersa come unica finestra significativa comune a bidder, target e combined entity, distinguendo tra operazioni domestiche e cross-border (Tabella 5.4).

<b>Tabella 5.4. DETTAGLIO DEI CAR (0,1) PER NAZIONALITÀ DELL'AGGREGAZIONE</b>				
<b>Nazionalità dell'operazione</b>	<b>Numero di aggregazioni</b>	<b>CAR (0;+1) Bidder</b>	<b>CAR (0;+1) Target</b>	<b>CAR (0;+1) Entità Combinata</b>
domestica	16	-2.01076%(*)	0.33833%(**)	-1.90333%(**)
cross-border	17	0.11155%(*)	9.00384%(**)	0.88665%(**)
<b>Totale</b>	<b>33</b>	<b>-0.91745%</b>	<b>4.80238%</b>	<b>-0.46607%</b>
test significatività della differenza tra le medie				
		t = -1.8198	t = -2.3218	t = -2.6989
		p = 0.0785	p = 0.0270	p = 0.0112

I simboli (\*),(\*\*) e (\*\*\*) indicano una significatività della differenza tra le medie dei sottogruppi, rispettivamente, al 90%, 95% e 99%. Si riporta inoltre il valore del t-test ed il relativo *p value*.

I risultati dei CAR per operazioni avvenute su scala nazionale e sopranazionale differiscono in misura anche notevole per società bidder, target e per entità combinata, mostrando come le aggregazioni cross-border abbiano avuto effetti positivi sul valore tanto dell'impresa acquirente quanto dell'acquisita. La differenza tra le medie dei due gruppi risulta statisticamente significativa in tutti i casi.

Questo risultato si configura come una sorpresa rispetto alla letteratura prevalente in materia di aggregazioni nel settore finanziario la quale ha affermato la preferenza del mercato verso aggregazioni su scala domestica, giustificando tale risultanza con le minori difficoltà di realizzazione che gli investitori attribuirebbero all'integrazione tra due realtà operanti sullo stesso territorio (Berger e Humphrey, 1992; Cybo-Ottone e Murgia, 2000).

Tuttavia, altra letteratura ha affermato una sorta di specialità del settore assicurativo rispetto al grado di internazionalità dei processi aggregativi. Sebbene l'espansione oltre confini di assicurazioni e banche abbia seguito forme simili, l'incidenza del fenomeno per le prime è risultata molto superiore rispetto alle seconde. Inoltre alcuni studi hanno riscontrato una maggiore accessibilità del settore assicurativo per investimenti diretti esteri (FDI), dimostrando la presenza di minori barriere implicite ad investimenti stranieri rispetto al settore bancario (Focarelli e Pozzolo, 2007). Ulteriori contributi sul tema delle M&A in campo assicurativo hanno, si ricorda, rilevato effetti di creazione di valore per l'impresa acquirente superiori per le acquisizioni cross-border rispetto a quelle domestiche (Cummins e Weiss, 2004).

I risultati della presente ricerca sembrano invece affermare una netta superiorità delle acquisizioni transfrontaliere rispetto a quelle nazionali, non soltanto per imprese acquirenti ma anche per acquisite e per entità combinata. Nonostante la bassa numerosità delle evidenze appare possibile affermare la maggiore capacità di creazione di valore che il mercato ha attribuito alle operazioni di crescita esterna orientate da una logica di diversificazione geografica.

L'analisi dei CAR per la finestra (0,1) disaggregati per strategia di crescita esterna perseguita dalla società sembra affermare la preferenza del mercato verso operazioni di espansione delle assicurazioni verso altri settori dell'intermediazione finanziaria, in particolare attività bancaria e di asset management (Tabella 5.5).

I dati mostrano tuttavia che la differenza di performance tra i due sottogruppi di operazioni orizzontali e conglomerali non risulta in nessun caso sufficientemente significativa dal punto di vista statistico e i risultati non possono essere pertanto generalizzati.

<b>Tabella 5.5. DETTAGLIO DEI CAR(0,1) PER OPERATIVITÀ DELL'AGGREGAZIONE</b>				
<b>Strategia di crescita</b>	<b>Numero di aggregazioni</b>	<b>CAR (0;+1) Bidder</b>	<b>CAR (0;+1) Target</b>	<b>CAR (0;+1) Entità Combinata</b>
orizzontale	21	-1.60941%	3.30104%	-1.13005%
conglomerale	12	0.29349%	7.42973%	0.69591%
<b>Totale</b>	<b>33</b>	<b>-0.91745%</b>	<b>4.80238%</b>	<b>-0.46607%</b>
test significatività della differenza tra le medie				
		t = -1.5495	t = -0.9984	t = -1.5912
		p = 0.1314	p = 0.3258	p = 0.1217
I simboli (*),(**) e (***) indicano una significatività della differenza tra le medie dei sottogruppi, rispettivamente, al 90%, 95% e 99%. Si riporta inoltre il valore del t-test ed il relativo <i>p value</i> .				

Una analisi dell'incidenza delle caratteristiche di nazionalità e operatività delle aggregazioni può, in ogni caso, essere più robustamente realizzata analizzando la correlazione esistente tra CAR dell'operazione e variabili indicative delle citate caratteristiche. La misura di extrarendimento prescelta è stata quella relativa all'entità combinata, in quanto in grado di cogliere e di pesare gli effetti dell'operazione su entrambe le società coinvolte e pertanto di fornire una misura dei *wealth effects* dell'aggregazione nel suo complesso.

## 5.2 Analisi delle relazioni tra rendimenti anomali e altri fattori

La fase successiva di analisi consiste quindi nell'individuazione di relazioni, ove esistenti, tra CAR dell'entità combinata nella finestra temporale (0,1) e una serie di variabili rappresentative delle caratteristiche dell'operazione ovvero delle società in essa coinvolte ipotizzate rilevanti e illustrate nel capitolo 3.

Le caratteristiche e le variabili scelte come loro *proxy* includono:

- a) la già approfondita caratteristica di nazionalità dell'operazione, espressa tramite una variabile dummy che assume valore 1 in caso di operazioni domestiche e 0 in caso di deal cross-border;
- b) la strategia di crescita esterna dell'assicurazione, espressa anche in questo caso da una variabile dummy che assume valore 1 se l'aggregazione è stata diretta verso un'altra assicurazione e valore 0 se la crescita si è indirizzata negli altri comparti dell'intermediazione finanziaria;

- c) la dimensione dell'operazione, misurata dal controvalore pagato dal bidder per l'acquisizione (la variabile è espressa in scala logaritmica);
- d) la dimensione dell'impresa acquisita, sia in termini assoluti che in relazione alla dimensione dell'acquirente. Tale caratteristica è stata valutata, in primo luogo, utilizzando il totale attivo del target, sia in rapporto al totale attivo del bidder, sia in termini assoluti (in scala logaritmica). In secondo luogo la dimensione del target è stata apprezzata attraverso il rapporto tra valore di mercato di target e bidder o tramite la sua sola capitalizzazione di mercato (in scala logaritmica) dell'impresa acquisita;
- e) le caratteristiche di redditività dell'impresa acquisita e di disparità tra redditività di bidder e target sono state approfondite attraverso l'utilizzo di indici di bilancio indicativi della redditività complessiva dell'impresa (ROA dell'impresa target e rapporto tra ROA di target e bidder), e tramite alcuni risultati di bilancio (totale ricavi e utile netto dopo le imposte, espressi in scala logaritmica) dell'impresa target all'ultimo bilancio disponibile al momento dell'operazione;
- f) la dimensione dell'impresa acquirente è stata rappresentata tramite il suo totale attivo e la sua capitalizzazione (entrambi in scala logaritmica);
- g) la redditività dell'impresa acquirente è stata apprezzata tramite l'indice di bilancio di redditività complessiva delle attività (ROA) e l'indice di redditività degli azionisti (ROE);
- h) infine, la modalità di pagamento è espressa tramite una variabile dummy che distingue i casi in cui il pagamento sia avvenuto solo a mezzo contanti (valore 1) dai casi in cui vi sia stato pagamento in azioni o un concorso di più forme di pagamento (valore 0)<sup>37</sup>.

I valori delle correlazioni tra CAR (0,1) e le variabili sopra illustrate sono contenuti nella Tabella 5.6.

---

<sup>37</sup> Sarà inoltre testata l'ulteriore dummy relativa al metodo di pagamento dell'acquisizione che distingue tra pagamento tramite contante o tramite concorso di debito e contante e pagamento in altre forme.

Tabella 5.6. ANALISI DELLE CORRELAZIONI TRA CAR (0,1) E VARIABILI INDIVIDUATE									
VARIABILE	CAR(0,1) Bidder			CAR(0,1) Target			CAR(0,1) Entità Combinata		
	coeff. di correlazione	p-value	N.	coeff. di correlazione	p-value	N.	coeff. Di correlazione	p-value	N.
<b>A) NAZIONALITÀ</b>									
dummy per domestica	-0.3107 (*)	0.0785	33	-0.3849(**)	0.0270	33	-0.4362(**)	0.0112	33
<b>B) OPERATIVITÀ</b>									
dummy per orizzontale	-0.2681	0.1314	33	-0.1765	0.3258	33	-0.2748	0.1217	33
<b>C) DEAL VALUE</b>									
In deal value	-0.3257 (*)	0.0790	30	0.1410	0.4573	30	-0.2909	0.1189	30
<b>D) DIMENSIONE TARGET</b>									
totale attivo target/ totale attivo bidder	-0.2231	0.2733	26	-0.3555 (*)	0.0747	26	-0.3366 (*)	0.0927	26
In totale attivo target	-0.3234 (*)	0.0999	27	-0.0731	0.7172	27	-0.2866	0.1472	27
market value target/ market value bidder	-0.2533	0.1549	33	-0.3516(**)	0.0448	33	-0.3726(**)	0.0327	33
In market value target	-0.2257	0.2065	33	0.0013	0.9943	33	-0.1888	0.2927	33
<b>E) REDDITIVITÀ TARGET</b>									
ROA target/ ROA bidder	0.1964	0.3468	25	0.1459	0.4864	25	0.2311	0.2664	25
ROA target	0.0654	0.7460	27	0.0432	0.8308	27	0.0655	0.7455	27
In totale ricavi target	-0.5796(***)	0.0059	21	-0.1581	0.4938	21	-0.5745(***)	0.0064	21
In profit after taxes target	-0.4243	0.0388	24	-0.1076	0.6168	24	-0.4029(*)	0.0509	24
<b>F) DIMENSIONE BIDDER</b>									
In totale attivo bidder	-0.0215	0.9054	33	0.3921(**)	0.0240	33	0.0991	0.5834	33
In market value bidder	0.0990	0.5835	33	0.3926(*)	0.0238	33	0.2052	0.2520	33
<b>G) REDDITIVITÀ BIDDER</b>									
ROA bidder	0.0833	0.6618	30	0.4223(**)	0.0201	30	0.2062	0.2744	30
ROE bidder	0.0459	0.7996	33	0.2881	0.1039	33	0.1542	0.3916	33
<b>H) METODO DI PAGAMENTO</b>									
dummy per contanti	0.2381	0.1821	33	-0.0425	0.8142	33	0.1722	0.3379	33

I simboli (\*),(\*\*) e (\*\*\*) indicano una significatività del coefficiente di correlazione, rispettivamente, al 90%, 95% e 99%. Si riporta inoltre il valore del relativo p value e il numero di osservazioni per le quali la correlazione è stata misurata.

I risultati in primo luogo confermano la presenza di una correlazione negativa e di discreta entità tra *wealth effects* dell'aggregazione, sia per singole imprese che per entità combinata, e la circostanza che l'aggregazione sia avvenuta su scala domestica. Tale risultato fornisce un'ulteriore riprova di come tra le operazioni studiate, quelle cross-border abbiano goduto di un molto più consistente apprezzamento da parte del mercato.

In riferimento alla strategia di crescita per linee esterne sottesa all'accordo, le evidenze indicano che non è possibile affermare l'esistenza di relazioni significative dal momento che le correlazioni osservate, il cui segno indicherebbe una lieve preferenza del mercato verso operazioni orientate alla diversificazione operativa, non risultano statisticamente significative.

La dimensione dell'operazione, espressa dal controvalore pagato dall'acquirente, risulta significativamente legata al solo CAR dell'impresa bidder, indicando che i *value effects* su di essa sortiti dall'aggregazione sono stati maggiori laddove il controvalore dell'operazione è stato più contenuto.

Tra le variabili indicative della dimensione (in termini relativi o assoluti) dell'impresa acquisita è possibile individuarne alcune che godono di correlazioni significative con gli extrarendimenti generati dall'operazione. Tali variabili sono quelle che misurano la dimensione relativa del target rispetto al bidder sia attraverso la grandezza contabile del totale delle attività, sia tramite la capitalizzazione di mercato delle due imprese. In entrambi i casi emerge l'esistenza di relazioni significative e negative tra valore creato dall'operazione (*combined entity*) e dimensione dell'acquisita in rapporto all'acquirente, per cui gli effetti dell'operazione sono stati tanto più positivi quanto più piccole erano le imprese acquisite. Tale risultato contrasta con parte della letteratura che vedeva nell'acquisizione di imprese target di elevate dimensioni un *rationale* di conseguire rilevanti economie di scala. Tuttavia, da un opposto punto di vista si può affermare che l'integrazione di una realtà piccola possa essere stata maggiormente apprezzata dal mercato in quanto reputata più facilmente realizzabile.

Le correlazioni emerse tra effetti di mercato dell'operazione e capacità di generare reddito dell'impresa acquisita, anche in questo caso sia in termini assoluti che in relazione alla redditività dell'acquirente, affermano l'esistenza di relazioni negative e significative tra CAR e indicatori del fatturato e dell'utile netto post imposte del target. Si tratta di un risultato contrastante con l'idea che gli effetti dell'operazione dovrebbero essere tanto più positivi quanto migliore è la qualità dell'impresa acquisita. Peraltro ampia letteratura<sup>38</sup> afferma che l'acquisizione di imprese target poco efficienti rispetto al bidder è in grado di produrre i migliori risultati. Tuttavia le evidenze emerse non consentono di trarre indicazioni al riguardo stanti la limitata numerosità di osservazioni disponibili, la mancanza di misure dell'efficienza dell'impresa acquisita e l'insufficiente significatività del legame tra CAR e indicatori di disparità di performance tra target e bidder.

Inoltre si è cercato di identificare l'esistenza di relazioni tra gli effetti delle aggregazioni ed alcune caratteristiche dell'impresa acquirente. Tale scelta è stata motivata dalla constatazione

---

<sup>38</sup> Houston e Ryngaert (1994).

che il campione oggetto di analisi vede nella quasi totalità dei casi la crescita esterna di un importante *player* europeo. Questa evidenza ha quindi indotto a riflettere e indagare sull'esistenza di una possibile relazione tra effetti di mercato dell'aggregazione e caratteristiche dell'impresa acquirente, e pertanto se il mercato sia stato influenzato dalla qualità e dallo *standing* di quest'ultimo. I risultati di questa verifica sono significativi esclusivamente per le imprese target e indicano che la creazione di valore dell'operazione per queste ultime è stata tanto più positiva quanto più grande (sia per totale delle attività, sia per capitalizzazione) e redditizia (ROA) fosse l'impresa che ha intrapreso il take-over. Ciò dimostra l'esistenza di una sorta di "beneficio reputazionale" per il target dovuto alla qualità dell'impresa acquirente.

Infine nelle evidenze dell'analisi si è cercata la conferma ad una tesi affermata in letteratura che riconosce alla scelta di regolare dell'operazione tramite contante un valore segnale della qualità e del successo delle stesse. I risultati non consentono tuttavia di confermare né smentire questa tesi essendo le correlazioni tra *value effects* e la *dummy* indicativa del pagamento in contanti moderatamente positive per bidder e entità combinata, ma tuttavia non significative<sup>39</sup>.

### **5.3 Analisi delle determinanti dei rendimenti anomali cumulati**

L'ultima fase dell'analisi prevede la costruzione di un modello di regressione multivariata che permetta di spiegare la consistenza e la variabilità dei CAR rilevati per l'entità combinata nella consueta finestra (0,1) attraverso le variabili emerse dalle precedenti evidenze come quelle statisticamente e concettualmente più rilevanti.

Per la determinazione del modello di regressione finale si è seguito un approccio iterativo che partendo dall'identificazione di alcune caratteristiche dell'operazione sicuramente rilevanti (es. nazionalità, dimensione relativa del target) ha previsto l'inclusione progressiva delle variabili idonee a meglio esprimere tali caratteristiche e di altre variabili, rappresentative di altri aspetti ritenuti rilevanti, che contribuiscono ad accrescere la capacità esplicativa del modello.

È opportuno premettere che la già ridotta numerosità campionaria si riduce al crescere del numero delle variabili indipendenti inserite nel modello di regressione a causa della mancanza di

---

<sup>39</sup> I risultati non sono statisticamente significativi neanche laddove, in accordo con Amihud et al. (1990), si volessero distinguere le ipotesi di pagamento in contanti e di concorso tra contante e debito dalle altre forme di pagamento.

alcune osservazioni. Per questo motivo l'interpretazione dei risultati di quest'ultima parte dell'analisi deve essere svolta con ulteriori cautele.

L'analisi delle determinanti dei CAR dell'entità combinata si articola secondo tre modelli di regressione multivariata che si differenziano per l'inclusione negli stadi successivi al primo di ulteriori variabili esplicative. Tale esercizio, come si vedrà, permette di aumentare la capacità esplicativa del modello ma, al contempo, riduce notevolmente la qualità delle stime dei coefficienti della regressione e la numerosità delle osservazioni (Tabella 5.7).

<b>Tabella 5.7. REGRESSIONE MULTIVARIATA DEL CAR (0,1) DELLA COMBINED ENTITY</b>									
	<b>Modello 1</b>			<b>Modello 2</b>			<b>Modello 3</b>		
	nazionalità e dimensione relativa target			nazionalità, dimensione relativa target e redditività target			nazionalità, dimensione relativa target, redditività target, dimensione bidder e metodo di pagamento		
<b>VARIABILE INDIPENDENTE</b>	coeff. di regressione	<i>t-test</i>	<i>p</i>	coeff. Di regressione	<i>t-test</i>	<i>p</i>	coeff. di regressione	<i>t-test</i>	<i>p</i>
<b>NAZIONALITÀ</b>									
DUMMY PER DOMESTICA	-0.0282182 (**)	-2.79	0.010	-0.0156313	-1.67	0.114	-0.0032402	-0.29	0.776
<b>DIMENSIONE TARGET</b>									
TOTALE ATTIVO TARGET/ TOTALE ATTIVO BIDDER	-0.0319978 (**)	-2.37	0.026	-0.017869	-1.21	0.244	-0.0013519	-0.08	0.937
<b>REDDITIVITÀ TARGET</b>									
LN TOTALE RICAVI TARGET	-	-	-	-0.0097904 (***)	-3.39	0.004	-0.0160996 (***)	-3.42	0.004
<b>DIMENSIONE BIDDER</b>									
LN TOTALE ATTIVO BIDDER	-	-	-	-	-	-	0.0078231 (**)	2.16	0.049
<b>METODO DI PAGAMENTO</b>									
DUMMY PER CASH	-	-	-	-	-	-	0.0061914	0.65	0.525
COSTANTE	0.0173851 (**)	2.17	0.040	0.138649 (***)	3.61	0.002	0.0685658 (*)	1.81	0.093
<b>R<sup>2</sup></b>	0.3014			0.4788			0.5656		
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>	0.2407			0.3811			0.4105		
<b>F-test</b>	4.69 (0.0196)			4.61 (0.0165)			3.43 (0.0313)		
<b>N osservazioni</b>	26			20			20		
I simboli (*),(**) e (***) indicano una significatività del coefficiente della regressione, rispettivamente, al 90%, 95% e 99%. Si riporta inoltre il valore del t-test con il relativo <i>p value</i> . Infine per ognuno dei tre modelli si indicano i valori dell'R <sup>2</sup> , del test di significatività della varianza di Fisher ed il numero di osservazioni per le quali la correlazione è stata misurata. Nelle stime dei parametri dei modelli sono state utilizzate stime della varianza corrette per l'eteroschedasticità.									

Il modello 1 prevede due sole variabili indipendenti, vale a dire il carattere di nazionalità dell'operazione (dummy per operazioni domestiche) e l'indicatore della dimensione relativa del

target rispetto al bidder, dato dal rapporto tra i rispettivi attivi di bilancio. Le stime dei coefficienti delle due variabili, entrambi di segno negativo in accordo con la precedente analisi delle correlazioni, risultano statisticamente significative. Il modello 1 dimostra inoltre una discreta capacità esplicativa dei CAR dell'entità combinata, essendo l' $R^2$  circa pari al 30% (24% l' $R^2$  aggiustato) per una numerosità di 26 osservazioni complessive.

Il modello 2 include tra le variabili esplicative l'ulteriore caratteristica di redditività del target che era risultata significativamente correlata con il CAR dell'entità combinata. Tuttavia il dubbio esito dell'evidenza per cui la creazione di valore dell'operazione sarebbe inversamente legata alla capacità di generare reddito dell'impresa acquisita, nonché la riduzione del numero di osservazioni che si produce sul modello, avevano indotto a trascurare inizialmente tale variabile. La capacità esplicativa del modello 2 risulta notevolmente cresciuta rispetto al modello 1, con un  $R^2$  di circa il 48% (38% l' $R^2$  aggiustato). Tuttavia l'inclusione dell'ultima variabile determina una riduzione del numerosità campionaria a 20 osservazioni e un abbassamento della qualità dei coefficienti della regressione, determinando cioè la mancata significatività statistica dei coefficienti delle due variabili iniziali.

Il modello 3 prevede, infine, l'inclusione tra le variabili indipendenti di due aspetti che, benché risultati non significativamente correlati con gli extrarendimenti delle operazioni nel loro complesso (CAR della *combined entity*), si sono rivelati in grado di contribuire positivamente alla capacità esplicativa della regressione, il cui  $R^2$  supera il 56% (41% l' $R^2$  aggiustato). Si ricorda anche in questo caso che la bassa numerosità campionaria induce a interpretare i risultati con i necessari *caveat*. Come nel modello precedente la creazione di valore seguita all'annuncio dell'operazione risulta inversamente legata alla capacità di reddito dell'impresa target e, come ulteriore evidenza del modello in esame, direttamente legata alla dimensione dell'impresa acquirente. Quest'ultima evidenza, sebbene si debba notare il valore estremamente piccolo del coefficiente stimato della regressione, conferma la già espressa considerazione che il mercato apprezzi più positivamente le operazioni intraprese da un'assicurazione di rilevanti dimensioni. La ridotta numerosità e qualità delle stime induce comunque a trascurare la capacità esplicativa dei modelli di regressione multivariata, benché in alcuni casi si sia rivelata apprezzabile, in favore di una più semplice individuazione di poche ma concettualmente solide relazioni significative.

## 6. Conclusioni

Il mercato assicurativo europeo è stato nell'ultimo decennio protagonista di un consistente e continuo processo di concentrazione. Tale processo ha avuto in buona parte matrice bancaria, e ha pertanto visto l'espansione delle banche nel business assicurativo. Tuttavia fenomeni di concentrazione, e in generale di espansione verso il proprio e altri business, hanno avuto anche origine da imprese assicurative.

Il numero delle operazioni di fusione e acquisizione, anche sul mercato assicurativo europeo, è cresciuto notevolmente nello scorso decennio grazie al concorso di diverse condizioni favorevoli, tra cui la *deregulation* in ambito comunitario, un ciclo inizialmente positivo dei mercati azionari, e bassi tassi d'interesse. Una parte rilevante dei processi aggregativi intrapresi da assicurazioni ha inoltre avuto carattere transnazionale, con un'incidenza delle acquisizioni cross-border superiore rispetto al settore bancario e una maggiore apertura dei mercati assicurativi ad investimenti da e verso l'estero.

Allo scopo di compiere una valutazione dei processi di crescita per linee esterne di imprese assicurative europee, sono stati analizzati gli effetti di creazione di valore seguiti all'annuncio di M&A nel periodo 1997-2006. La fase di reperimento dei dati e una successiva valutazione della qualità degli stessi ai fini dell'espletamento dell'analisi, ha indotto a concentrare lo studio su un ridotto campione composto da 33 aggregazioni promosse da un'assicurazione europea verso altre assicurazioni, banche ovvero asset manager. Il campione oggetto di studio ha pertanto una numerosità non sufficientemente ampia e rappresentativa da consentire una generalizzazione dei risultati. Esso si presenta difatti implicitamente "distorto", comprendendo principalmente le operazioni di crescita esterna di alcuni grandi player europei, prevalentemente operanti nel ramo vita. I limiti numerici e di rappresentatività del campione selezionato devono pertanto essere tenuti presenti nell'interpretazione dei risultati dell'event study che, più propriamente, analizza la crescita esterna di un gruppo di grandi operatori assicurativi europei nel proprio business e nelle altre aree dell'intermediazione finanziaria. Oltre ai precedenti limiti, propri del campione estratto, devono essere peraltro ricordati gli ulteriori *caveat* connessi alla stessa tecnica di analisi prescelta, la cui solidità statistica e validità concettuale dipende fortemente dal grado di liquidità delle imprese e dei mercati analizzati e che mal si presta, come è emerso, al caso di titoli di società piccole scarsamente negoziati.

L'event study mostra risultati non dissimili dalla letteratura prevalente in materia di aggregazioni nel mercato finanziario. I rendimenti anomali cumulati risultano lievemente negativi per l'assicurazione acquirente, sensibilmente positivi per l'impresa acquisita e, complessivamente, identificano effetti di una tenue distruzione di valore, inferiore allo 0.5%, per l'operazione nel suo complesso (CAR dell'entità combinata). La presenza di poche finestre temporali in cui le stime dei CAR si presentano significative per bidder e, in particolare, per entità combinata suggerisce di concentrare l'attenzione sul periodo di osservazione dei risultati che comprende il giorno dell'annuncio e la successiva seduta di negoziazione (0,1). La permanenza di un risultato negativo dei CAR anche dell'entità combinata<sup>40</sup> costituisce una conferma all'evidenza, già emersa dall'osservazione del campione, della notevole disparità dimensionale tra imprese acquirenti, grandi player attivi a livello internazionale, e società acquisite.

I risultati mettono in luce una evidenza di rilievo che consiste nella preferenza del mercato verso operazioni di aggregazione su scala transnazionale. Da un lato, questo risultato si configura come una sorpresa rispetto alla letteratura prevalente<sup>41</sup> che afferma la preferenza del mercato verso aggregazioni su scala domestica, giustificando tale risultanza con le minori difficoltà di realizzazione che gli investitori attribuirebbero all'integrazione tra due realtà operanti sullo stesso territorio. Dall'altro lato, tuttavia, altra letteratura<sup>42</sup> ha ipotizzato una sorta di specialità del settore assicurativo rispetto al grado di internazionalità dei processi aggregativi, dimostrando la presenza di minori barriere implicite ad investimenti stranieri rispetto al settore bancario. Ulteriori contributi<sup>43</sup> hanno poi rilevato effetti di creazione di valore superiori per le acquisizioni cross-border rispetto a quelle domestiche sebbene per la sola impresa acquirente. I risultati della presente ricerca consentono invece di affermare una netta superiorità delle acquisizioni transfrontaliere rispetto a quelle nazionali, non soltanto per imprese acquirenti ma anche per acquisite e per entità combinata, dimostrando che il mercato ha attribuito alle operazioni di crescita esterna orientate da una logica di diversificazione geografica una maggiore capacità di creazione di valore.

L'osservazione dei CAR medi per tipo di strategia di crescita esterna perseguita, orizzontale ovvero conglomerale, non consente invece di trarre conclusioni in favore della *focusing* o della

---

<sup>40</sup> Si ricorda che il CAR dell'entità combinata è dato dalla media dei CAR di impresa bidder e target ponderata per le rispettive capitalizzazioni di mercato.

<sup>41</sup> Berger e Humphrey (1992); Cybo-Ottone e Murgia (2000).

<sup>42</sup> Focarelli e Pozzolo (2007).

<sup>43</sup> Cummins e Weiss (2004).

*diversifying hypothesis*. I risultati, che identificano effetti di lieve creazione di valore per le operazioni mosse da una logica di diversificazione e di bassa distruzione di valore per le espansioni nel business assicurativo, non sono infatti supportati da sufficiente significatività statistica.

Un'ulteriore caratteristica delle operazioni oggetto di indagine è stata la relazione tra CAR dell'operazione e dimensione dell'impresa acquisita in relazione all'acquirente. L'identificazione di una relazione positiva tra le due variabili, affermata in altra letteratura<sup>44</sup>, è ritenuta espressiva dell'apprezzamento da parte del mercato delle possibili economie di scala perseguibili tramite l'acquisizione. L'analisi svolta, invece, identifica una relazione opposta: il mercato ha valutato nell'acquisizione di target di dimensione relativa più rilevante maggiori difficoltà di integrazione e inefficienze da ridurre.

Ulteriore risultato da interpretare alla luce della letteratura di riferimento<sup>45</sup> è la relazione tra effetti di mercato dell'aggregazione e misure espressive della capacità di generare reddito dell'impresa target. Viene infatti addotta come generale giustificazione dei fenomeni aggregativi lo spostamento di *assets* da società mal gestite (scarsa efficienza e redditività) a società meglio gestite. Per questo motivo i guadagni dell'aggregazione dovrebbero essere superiori quando l'acquisita è caratterizzata da peggiori performance dell'acquirente. Tra le variabile testate per rappresentare la capacità di reddito del target è emersa una relazione negativa e significativa tra gli effetti dell'operazione e alcuni risultati di bilancio dell'acquisita, in particolare fatturato e utile netto dopo le imposte. Ciò significa che l'operazione di aggregazione è stata tanto più apprezzata dal mercato quanto più ridotto è stato il fatturato e il risultato netto del target nell'anno precedente l'acquisizione. Pur fornendo una indiretta conferma alla precedente tesi, tale risultato mette in luce alcune ambiguità concettuali che inducono a considerarlo in modo parziale. Oltretutto, la mancata evidenza di relazioni significative tra i CAR e una misura della disparità di performance tra target e bidder non garantisce all'analisi di questa dimensione delle operazioni la sufficiente solidità.

Un'ultima evidenza emersa dall'analisi è legata alla particolarità stessa del campione studiato. Si è infatti riscontrata una relazione positiva tra effetto dell'annuncio dell'operazione sul valore di mercato dell'impresa acquisita e alcune caratteristiche dell'impresa bidder, espressive della sua dimensione e redditività. È quindi emerso che il rendimento anomalo generato dall'operazione

---

<sup>44</sup> Fields et al. (2005).

<sup>45</sup> Houston e Ryngaert (1994).

sul target è stato superiore laddove l'acquirente sia stata un'assicurazione di rilevanti dimensioni e con performance reddituali positive. Tale legame consente di ipotizzare l'esistenza di una sorta di "beneficio reputazionale" per gli azionisti dell'impresa acquisita legato alla qualità e allo *standing* dell'assicurazione acquirente.

## Bibliografia

- Akhigbe A. e J. Madura, 2001, "Intra-Industry Signals Resulting from Insurance Company Mergers," *Journal of Risk and Insurance* 68, 489-505.
- Altunbas Y. e D. Marques Ibanez, 2004, "Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities" *ECB Working Paper* No. 398.
- Amel D., C. Barnes, F. Panetta e C. Salleo, 2003 "Consolidation And Efficiency In The Financial Sector: A Review Of The International Evidence" CEIS Tor Vergata - *Research Paper Series*, Vol. 7.
- Amihud Y, B. Lev e N.G. Travlos, 1990, "Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions" *The Journal of Finance* 45(2), 603-616.
- Basile I., P. Schwizer e L. Anderloni (a cura di) 2001 "Nuove frontiere delle concentrazioni e ristrutturazioni", *Newfin* Bancaria Editrice.
- Beitel P. e D. Schiereck, 2001, "Value creation at the ongoing consolidation of the European banking market", *Working Paper* 05/2001 (University of Witten/Herdecke).
- Beitel P., D. Schierek e M. Wahrenburg, 2003, "Explaining M&A success in European banks" *European Financial Management* 10, 109-139.
- Berger A.N. e D.B. Humphrey, 1992, "Measurement and efficiency issues in commercial banking", in Griliches: "*Output measurement in the service sectors*" NBER, University of Chicago Press.
- Berger A.N., R. Demsetz e P.E. Strahan, 1999(a), "The consolidation of the financial services industry: causes, consequences and implications for the future", *Journal of Banking and Finance* 23, 135-194.

- Berger A.N., J.D. Cummins e M.A. Weiss, 1999(b), "Conglomeration versus Strategic Focus: Evidence from the Insurance Industry", *Wharton Financial Institutions Center*, Philadelphia.
- Berger A.N., J.D. Cummins, M.A. Weiss e H. Zi, 2000, "Conglomeration versus strategic focus: Evidence from the insurance industry", *Journal of Financial Intermediation* 9.
- Berger A.N., C.M. Buch, G. DeLong e R. DeYoung, 2004, "Exporting financial institutions management via foreign direct investment mergers and acquisitions", *Journal of International Money and Finance* 23, 333-366.
- Brealey R.A. e S.C. Myers, 1999, "Principi di Finanza aziendale", McGraw-Hill.
- Brown S.J. e J.B. Warner, 1985, "Using daily stock returns. The case of Event Studies" *Journal of Financial Economics* 14, 3-31.
- Buch C. e G. DeLong, 2004, "Cross-border bank mergers: what lures the rare animal?", *Journal of Banking & Finance* 28, Issue 9, 2077-2102
- Campa J.M. e I. Hernando, 2005, "M&A's Performance in the European Financial Industry", Documentos de Trabajo n. 0516, Banco de España.
- Campbell C. J., L. Goldberg, and A. Rai, 2003, "The Impact of the European Union Insurance Directives on Insurance Company Stocks," *Journal of Risk and Insurance* 70, 125-167.
- Chen Z., D. Li, F. Moshirian e J. Tan, 2006, "Does Bancassurance Add Value to Banks? Evidence from Mergers and Acquisitions between European Banks and Insurance Companies"
- Cowan A. R., 1992, "Nonparametric Event Study Tests," *Review of Quantitative Finance and Accounting* 2, 343-358.

- Cummins J. D. e M. A. Weiss, 2004, “Consolidation in the European Insurance Industry: Do Mergers and Acquisitions Create Value for Shareholders?”, *Wharton Financial Institutions Center*, Philadelphia.
- Cummins J. D., M. A. Weiss e X. Xie, 2006, “Market Concentration, Vertical Integration and Bancassurance: Consolidation and the ‘Insurance Middleman’” *ARIA Annual Meeting 2006*, Washington.
- Cummins J. D. e M. Rubio-Misas, 2003, “Deregulation, Consolidation, and Efficiency: Evidence From the Spanish Insurance Industry,” working paper, *Wharton Financial Institutions Center*, Philadelphia.
- Cummins J. D., S. Tennyson, and M. A. Weiss, 1999, “Consolidation and Efficiency In the U.S. Life Insurance Industry,” *Journal of Banking and Finance* 23, 325-357.
- Cybo-Ottone A. and M. Murgia, 2000, “Mergers and shareholder wealth in European banking” *Journal of Banking and Finance*, 24(6).
- Datta D.K., 1991, “Organizational fit and acquisition performance: Effects of post-acquisition integration” *Strategic Management Journal*.
- DeLong G. L., 2001, “Stockholder Gains From Focusing versus Diversifying Bank Mergers,” *Journal of Financial Economics* 59, 221-252.
- Dodd P. e J.B. Warner, 1983, “On Corporate Governance. A study of Proxy Contests” *Journal of Financial Economics* 11, 401-438.
- Esposito G. e D. Focarelli, 2005, “M&As in the insurance industry: an international comparison” *ANIA International Trends*.
- Fields L. P., D. R. Fraser, e J. W. Kolari, 2005, “What’s Different About Bancassurance? Evidence of Wealth Gains to Banks and Insurance Companies”, mimeo, Texas A&M University.

- Focarelli D., F. Panetta e C. Salleo, 1999 “Determinanti e conseguenze delle acquisizioni e fusioni bancarie in Italia. Un’analisi empirica (1984-1996)” *Banca Impresa e Società*, n. 1.
- Focarelli D., F. Panetta e C. Salleo, 2002 “Why do banks merge?” CEIS Tor Vergata, Research Paper Series, Vol. 2003, No. 3.
- Focarelli D. e A.F. Pozzolo, 2007, “Cross-border M&As in the financial sector: is banking different from insurance?” *Journal of Banking and Finance*, 32 (2008), 15-29.
- Forestieri G. (a cura di), 2003, *Strategia e struttura delle imprese di assicurazione*, Egea.
- Grossman S.J. e O.D. Hart, 1981, “The Allocational Role of Takeover Bids in Situation of Asymmetric Information”, *Journal of Finance* 36(2).
- Harrison J. S., M. A. Hitt, R. E. Hoskisson e R.D. Ireland, 1991 “Synergies and Post-Acquisition Performance: Difference versus Similarities in Resource Allocations” *Journal of Management*, 17 (1), 173-190.
- Houston J.F. e M.D. Ryngaert, 1994, “The overall gains from large bank mergers” *Journal of Banking and Finance* 18, 1155-1176.
- Isvap, 2006, “Relazione sull’attività svolta nell’anno 2005”
- Isvap, 2007, “Relazione sull’attività svolta nell’anno 2006”
- Lepetit L., S. Patry e P. Rous, 2002, “Diversification versus specialisation: an event study of M&As in the european banking industry” *Working Paper, Université de Limoges, France*.
- Ma Y. e N. Pope, 2003, “Determinants of international insurers’ participation in foreign non-life markets” *Journal of Risk and Insurance* 70, 235-248.
- MacKinlay A. C., 1997, “Event Studies in Economics and Finance,” *Journal of Economic Literature* 35, 12-39.

- Marchionni F., 2006, "L'impresa assicurativa. Fabbrica, finanza e ruolo sociale", Il sole 24 ore
- McWilliams A. e D. Siegel, 1997, "Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues" *The Academy of Management Journal*, Vol. 40, No. 3. (Jun., 1997), 626-657.
- Moshirian F., 1999, "Sources of growth in international insurance services" *Journal of Multinational Financial Management* 9, 34-49.
- Outreville F.J., 2005, "Players and driving forces in world insurance services: Locations and governance" Paper presented at the 2005 World Risk and Insurance Economics Congress.
- Pastorello S., 2001, "Rischio e rendimento: teoria finanziaria e applicazioni econometriche", Il Mulino, Bologna.
- Pilloff S.J. e A.M. Santomero, 1997 "The Value effects of banks mergers and acquisitions" working paper, Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia.
- Pucci S., 2001, "Il bilancio di esercizio delle imprese di assicurazione in una prospettiva europea" Giappichelli, Torino.
- Ramaswamy K., 1997, "The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers: evidence from the us banking industry" *The Academy of Management Journal*.
- Resti A. e G. Siciliano, 1999 "Le acquisizioni di banche quotate creano valore per gli azionisti? Un confronto tra i prezzi di borsa ed i dati fondamentali di alcune banche italiane" *Banca Impresa e Società*, n. 1.
- Ryngaert M. e J. Netter, 1990, "Shareholder Wealth Effects of the 1986 Ohio Antitakeover Law Revisited: Its Real Effects" *Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol. 6, No. 1
- Selleri L., 2003, "Impresa di Assicurazione e Strategie di Valore", Etas.
- Swiss Re, 2006, "Getting together: globals take the lead in life insurance M&A" *Sigma* 1/2006.

Vander Venet R. 1996, "The effect mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions" *Journal of Banking and Finance* 20, 1531-1558.