

**STRATEGIE DI CRESCITA ESTERNA DELLE IMPRESE LEADER IN EUROPA:
RISULTATI PRELIMINARI DELL'UTILIZZO DEL DATA-BASE CERIS "100 TOP
EU FIRMS' ACQUISITION/DIVESTMENT
DATABASE 1987-1993"**

[M&A strategy of large companies in Europe: preliminary results from the Ceris database "100 top EU firms' Acquisition/Divestment database 1987-1993"]

Giampaolo Vitali
(Ceris-Cnr)

Marco Orecchia
(Banca d'Italia)

Dicembre 1997

Abstract

The database ADD (Acquisition and Divestment Database) was established at Ceris in order to investigate the external growth of large EU firms. The selection of the companies included in the ADD was aimed at building an homogeneous database according to the Market Share Matrix (MSM) - a database generated within a EU project on the structure of European manufacturing industry. In principle, the consistency between the two databases makes it possible to use jointly information on diversification and internationalisation of EU firms (MSM) and on their external growth (ADD). For each company, we considered the deals directly or indirectly carried out by the holding company and by the affiliates controlled by a percentage exceeding 50%.

The database consists of 3 sets of variables describing: i) the «target» of the deal, i.e. the company that has been acquired; ii) the acquiring firm; iii) the characteristics of the deal itself.

Preliminary results from the ADD are the following:

- the 3852 deals collected in the period 1987-1993 are composed of: acquisitions (55%), divestments (34%), joint-ventures (11%). According to the M&A goal we find controlling deals (55%), exchange of company's assets (22%), non-controlling deals (19%), others (4%).
- each EU leader made 35 deals on average, of which 21 acquisitions, 13 divestments, 2 joint-ventures.
- on the top of the list there are: Unilever (79 deals) as far as acquisitions are concerned; Hanson (64) as far as divestments are concerned; Siemens (23) as far as joint-ventures are concerned.
- cross-border deals represents the 68% of the total, and are located in Europe (32%), in Usa and Japans (32%), in Eastern European countries (2%), in less developed countries (1%).
- according to the country where the deal is managed, ADD shows that 26% of total EU deals come from UK, 20% from Germany, 18% from France, 17% from Italy. In comparison with the importance of EU production in each country, UK shows an over-valuation of M&As (because the UK production is only 17% of the EU total), whereas Germany has a high weight of production (37%) and a low percentage of M&As.
- according to the industry within the deal is managed, the non-differentiated industries represent 25% of total deals (but only 17% of total EU production), R&D differentiated industries represent 41% of total deals (and 39% of total EU production), advertisement differentiated industries represent 13% of total deals (and 10% of total EU production), R&D-and-advertisement differentiated industries represent 21% of total deals (and 34% of total EU production).

JEL classification: F13, G34

STRATEGIE DI CRESCITA ESTERNA DELLE IMPRESE LEADER IN EUROPA: RISULTATI PRELIMINARI DELL'UTILIZZO DEL DATA-BASE CERIS "100 TOP EU FIRMS' ACQUISITION/DIVESTMENT DATABASE 1987-1993"

di Giampaolo Vitali (Ceris-Cnr) e Marco Orecchia (Banca d'Italia) *

1. Presentazione del lavoro

Scopo di questo lavoro è la presentazione della banca dati "Top 100 EU Firms' Acquisition/Divestment Database - 1987-1993" del Ceris-CNR, della metodologia impiegata per costruirla e delle sue potenzialità di utilizzo ai fini dell'analisi delle relazioni tra crescita esterna, comportamento d'impresa e struttura industriale. Si darà conto inoltre dei risultati raggiunti in questa prima fase di elaborazione dei dati e dei futuri sviluppi della ricerca.

La ragione per cui è stato intrapreso questo progetto è legata innanzitutto alla constatazione che non esisteva fino ad oggi una banca dati che raccogliesse informazioni sufficientemente complete e dettagliate, utilizzabili per scopi di ricerca, sull'attività di acquisizione, fusione, dismissione, creazione di nuove società dei principali gruppi industriali che operano nell'ambito della Comunità Europea. Ciò non ha consentito, se non a livello di alcuni studi settoriali, di approfondire l'analisi della crescita esterna dei grandi gruppi europei e delle relazioni che intercorrono tra questo fenomeno, le altre dimensioni della strategia delle imprese (diversificazione, multinazionalizzazione, ecc.) e la struttura dei mercati, in particolare per ciò che riguarda il grado di concentrazione.

Oltre a questa motivazione, che definiremmo di carattere generale, ve n'è un'altra, più specifica, che rende l'argomento per noi particolarmente interessante. La banca dati sulle operazioni di acquisizione e cessione dei *leader* europei, infatti, si integra efficacemente con gli studi sulla struttura dell'industria europea, condotti dal Ceris in collaborazione con Università e Istituti di ricerca stranieri (University of East Anglia, Catholieke Universiteit Leuven, WZB Berlin, ecc.)¹, che utilizzano un'altra banca dati - la "EU Market Share Matrix". Quest'ultima raccoglie le informazioni sulla diversificazione e multinazionalizzazione, al 1987 e al 1993, delle imprese *leader* in Europa nei 100 settori a 3-digit (classificazione Nace-Clio) che virtualmente compongono l'industria manifatturiera.

* Sebbene il presente contributo sia frutto di un lavoro congiunto degli autori, il capitolo 1 e 2 è attribuibile a M.Orecchia, mentre il capitolo 3 a G.Vitali.

¹ I risultati di una prima parte di questa ricerca sono contenuti in S. Davies, B. Lyons et al. (1996).

La ricerca si è concentrata sul periodo 1987-1993 non solo per renderlo omogeneo con il periodo di osservazione della "EU Market Share Matrix", ma anche perché tale periodo coincide con la fase finale del processo di integrazione europea e con la realizzazione del Mercato Unico. Valutare quanto questo abbia inciso sul comportamento e sulle strategie dei grandi gruppi europei è uno degli obiettivi della ricerca.

Il successivo paragrafo 2 descrive in modo dettagliato la banca dati, fornendo informazioni sulle fonti utilizzate, sul campione di imprese selezionato e sulle variabili incluse. La presentazione di alcuni risultati preliminari è oggetto del paragrafo 3.

2. Origine e sviluppo del Top 100 EU Firms' Acquisition / Divestment Database - 1987-1993

2.1 Le fonti utilizzate per la costruzione della banca dati

La principale fonte utilizzata nella raccolta dei dati è stato il CD-Rom sulle operazioni di fusione e acquisizione acquistato dalla società statunitense IDD (International Data Distribution). Il periodo coperto da questa banca dati va dai primi anni '80 alla fine del 1992, anno in cui la società ha cessato l'aggiornamento del CD-Rom. I quotidiani economici e non, le riviste specializzate, i bilanci delle società e i bollettini delle principali borse mondiali sono stati gli strumenti impiegati dalla IDD nella costruzione del CD-Rom.

Numerose altre fonti sono state utilizzate per integrare la rilevazione effettuata dalla IDD. Tra queste ricordiamo:

- la banca dati sull'attività di M&A delle grandi multinazionali fornitaci dalla KPMG Peat Marwick;
- la sezione "Acquisitions and Disposals History" di DAFSA International Reports;
- la pubblicazione R&S di Mediobanca;
- i CD-Rom del Financial Times e de Il Sole 24Ore;
- i bilanci delle 1350 imprese censite dall'Archivio Bilanci del Ceris-CNR;
- il CD-Rom AMADEUS sui bilanci delle imprese europee;
- le directories D&B Europe, France, UK e Italia, EtasKompass Germany, Europe's 15.000 Largest Companies, MacMillan Directory of Multinationals.

L'uso di tali fonti ha permesso non solo di aggiungere alcune operazioni non rilevate dalla IDD, in particolare quelle effettuate negli ultimi mesi del 1992 e nel 1993, ma anche di quantificare la dimensione delle imprese cedute o acquistate, grazie all'inserimento del fatturato e degli addetti.

2.2 *Le imprese incluse nella banca dati: criteri di selezione e descrizione delle principali caratteristiche*

Come accennato in precedenza, il campione utilizzato è costituito dalle più importanti imprese manifatturiere operanti in Europa presenti nella "EU Market Share Matrix 1987". Quest'ultima comprende tutte le imprese che al 1987 erano tra i primi 5 produttori a livello europeo in almeno uno dei 100 settori a 3-digit che virtualmente compongono l'industria manifatturiera.

La scelta delle imprese è stata dettata da ragioni di omogeneità tra le due banche dati, per potere utilizzare le informazioni sulla diversificazione e la multinazionalizzazione al 1987 della Market Share Matrix nello studio sul processo di crescita esterna delle grandi imprese europee. Il criterio della leadership adottato per la selezione del campione sostanzialmente coincide con il criterio dimensionale: infatti, ad eccezione di qualche caso particolare - ad esempio la tedesca Veba, la spagnola INI, la svizzera Sandoz, le svedesi Volvo e Saab-Scania - le imprese presenti nella banca dati coincidono con le prime 100 a livello europeo nella classifica per fatturato (si veda Panorama of EU Industry e Europe's 15.000 Largest Companies).

Di ciascuna impresa del campione sono state considerate le operazioni effettuate dalla capogruppo e da tutte le società da questa controllate, direttamente o indirettamente, per una percentuale superiore al 50%. In alcuni casi, peraltro molto rari, si è dovuto derogare a questo criterio per tenere conto del controllo di fatto che una società esercitava su un'altra, senza peraltro detenerne la metà più una delle azioni. Si è cercato in questo modo di tenere conto, almeno per i casi più eclatanti, dell'influenza che assetti giuridici e istituzionali non omogenei tra i diversi paesi hanno sulla relazione tra proprietà e controllo e sulla struttura organizzativa delle imprese. Ad esempio, il gruppo Ferruzzi-Montedison è stato considerato come un'unica realtà, sebbene la Ferruzzi tra l'87 e il '93 abbia detenuto una quota nel capitale della Montedison mediamente del 46,2%².

2.3 *La metodologia di costruzione della banca dati*

Per la costruzione della banca dati si è proceduto nel seguente modo.

In una prima fase del lavoro le imprese che compongono il campione da noi selezionato sono state analizzate separatamente. Per ciascuna di esse sono state estratte dalla banca dati IDD tutte le operazioni di acquisizione e disinvestimento effettuate tra il 1987 e il 1993 in Europa e nel resto del mondo e si è proceduto ad un lavoro di pulizia

² Si veda R&S Mediobanca, anni vari

dei record, con l'eliminazione di quelli doppi, incompleti o per i quali non vi era la ragionevole certezza sul nome delle imprese coinvolte o sulle caratteristiche dell'operazione. Sono stati effettuati incroci tra fonti d'informazione differenti, per avere conferma, nei casi più incerti, delle scelte fatte.

Meno della metà dei records estratti dal CD-Rom della IDD è stato conservato. Ciò non deve sorprendere, se si tiene conto che la finalità principale con cui è stato costruito il CD-Rom non era quella di fornire una banca dati per scopi di ricerca, quanto piuttosto quella di aggiornare in modo tempestivo le banche e gli altri operatori del mercato finanziario sulle operazioni di M&A condotte dalle principali imprese nel mondo.

A queste operazioni ne sono state aggiunte altre, riportate in Dafsa, in R&S o nella banca dati della KPMG Peat Marwick, di cui la IDD non faceva menzione.

Se l'operazione di acquisizione o cessione si riferiva a una persona giuridica, dotata di ragione sociale (alcune operazioni riguardano infatti l'acquisto/cessione di rami d'azienda, divisioni, singoli stabilimenti, impianti) si è cercato di risalire al fatturato e al numero di addetti dell'anno in cui era avvenuto il passaggio di proprietà, o dell'anno precedente, allo scopo di quantificare la dimensione dell'operazione. Amadeus, Duns&Bradstreet, Europe's 15.000 Largest Companies, EtasKompass e R&S sono state le principali fonti da cui abbiamo attinto queste informazioni. Talvolta, l'articolo da cui era stata ricavata l'informazione sull'operazione riportava il valore in termini di fatturato o di addetti dell'attività scambiata, anche se questa non si configurava come soggetto giuridico autonomo. In questi casi sono stati questi i valori inseriti nei campi relativi al fatturato o al numero di dipendenti del "target".

I diversi file relativi alle imprese del campione sono stati successivamente riuniti in un unico file che costituisce il "Top 100 Eu Firms' Acquisition/Divestment Database". Il lavoro più significativo di questa seconda fase è stato il controllo delle operazioni in cui erano coinvolte almeno due delle imprese selezionate. Un solo record, per ciascuna di queste operazioni, è stato inserito nella banca dati generale.

La ragione per cui si è scelto di lavorare dapprima a livello di singola impresa e solo in un secondo momento di riunire in un unico file le operazioni di tutte le imprese è stata non solo di ordine pratico - è infatti più agevole nella fase di pulizia e integrazione delle informazioni lavorare su file con un numero di operazioni contenuto - ma anche strategico. L'obiettivo che ci siamo proposti è stato infatti quello di realizzare una banca dati che fosse quanto più possibile ricca di informazioni e nel contempo flessibile e suscettibile di essere utilizzata in diverse applicazioni. Avere a disposizione i files di ciascuna impresa dà la possibilità di approfondire tematiche a livello di singole realtà aziendali e di applicare all'analisi della crescita esterna alcune tecniche empiriche, quali

ad esempio gli studi descrittivi di casi, che in anni recenti hanno trovato numerosi consensi, anche tra gli economisti industriali teorici (Tirole, 1988).

Nella banca dati sono inclusi diversi tipi di operazioni, classificabili in tre distinti gruppi:

- acquisizione/cessione di quote di maggioranza, paritetiche e di minoranza in imprese aventi forma giuridica di società;
- acquisizione/cessione di attività senza un'autonoma forma giuridica: rami d'azienda, divisioni, singoli stabilimenti, impianti;
- costituzione/scioglimento di *joint venture*³.

Nella sezione successiva verranno esaminati i diversi campi/variabili di cui è composto ciascun record, per dare conto dell'insieme di informazioni contenute nella banca dati e delle potenzialità di utilizzo della stessa.

2.4 *Le variabili incluse*

Come qualsiasi altra banca dati, anche il "Top 100 Eu Firms' Acquisition/Divestment Database" presenta notevoli caratteristiche di flessibilità, in particolare per quanto riguarda la possibilità di aggiungere campi, e quindi variabili, a quelli attualmente esistenti, che costituiscono un primo nucleo di informazioni minimale.

I records sono numerati progressivamente (campo NUMERO). E' stata mantenuta inoltre la numerazione originale del CD-Rom (campo CODEX)⁴. Le informazioni relative a ciascuna operazione presente sia nella banca dati generale, che nei file d'impresa, sono strutturate nel seguente modo:

- 1 un gruppo di variabili descrive il "target" dell'operazione, ossia l'impresa o la parte di essa oggetto della transazione. Se l'impresa è di nuova costituzione, come nel caso delle nuove *joint venture*, il "target" è il soggetto giuridico creato con l'operazione.
- 2 un gruppo di variabili si riferisce alla controparte dell'operazione, ossia al soggetto che acquista l'asset o l'impresa target.
- 3 un gruppo di variabili riguarda infine le caratteristiche dell'operazione stessa.

³ Per scioglimento di *joint venture* si intende qualsiasi operazione che modifichi l'assetto proprietario dell'impresa figlia, posseduta in comune da una o più società madri, di cui almeno una è compresa nel campione selezionato.

⁴ I campi FILE, FILE2 e FILE3 consentono un collegamento diretto tra banca dati generale e singoli file di impresa.

Gruppo 1

- NUMTAR: numero identificativo assegnato a ciascuna impresa del campione. Nel caso in cui l'impresa acquisita non appartenga al campione si pone "999", mentre se l'impresa acquisita è una joint-venture in cui è presente un'impresa del campione si pone 1000.
- GRUPPOTAR: nome dell'impresa capogruppo che disinveste. Nel caso in cui l'impresa che cede l'attività non è una delle imprese selezionate è stato inserito "Out100". Se il record si riferisce alla costituzione di una *joint venture*, il campo è lasciato vuoto, non essendo questa un'operazione di disinvestimento.
- TARGET: nome dell'impresa o descrizione delle attività cedute.
- COUNTRYTAR: paese in cui è localizzata l'impresa o l'attività ceduta. Nei pochi casi in cui l'attività ceduta non è riferibile ad un singolo paese, si è scelto di indicare il paese in cui aveva sede la capogruppo. Nel caso, peraltro piuttosto raro, in cui non è stato possibile risalire al nome del paese, si è completato il campo con "Unknown".
- FATTAR: fatturato dell'impresa o del business ceduti, espressa in milioni di ECU.
- ANNOFATTAR: anno cui si riferisce il fatturato
- ADDETTITAR: numero di addetti dell'impresa o del business ceduti, relativi all'anno cui si riferisce il fatturato.
- FORMATAR: questo campo definisce il rapporto di proprietà tra chi cede e ciò che è ceduto. Bisogna distinguere il caso della cessione effettuata da un'impresa del campione da quello della cessione da parte di un'impresa che non vi appartiene. Nella prima ipotesi, nel campo è stato inserito "Holding", "Subsidiary", "Minority", "JV" e "Assets", a seconda che il target ceduto fosse la stessa capogruppo, un'impresa da questa posseduta per più del 50%, un'impresa in cui la capogruppo deteneva una quota di minoranza, un'impresa detenuta per il 50% in *joint venture* con un'altra società, un'attività non dotata di autonoma personalità giuridica. Se l'impresa che disinvestiva non faceva parte del campione è stato inserito "Out100". Infine, se l'operazione riguardava la costituzione di una *joint venture*, nel campo è stato inserito "NewJV".
- SHARETAR: quota di possesso del target detenuta dal soggetto cedente (in valore percentuale).

TBD	(Target Business Description): principale settore di attività del target, secondo la classificazione Nace-Clio a 3-digit.
TBD2-TBD9:	settori di attività secondari, sempre secondo la classificazione Nace-Clio a 3-digit.
INTYPETA:	tipologia del settore principale dell'impresa acquisita, in base alla classificazione utilizzata nel volume Davies-Lyons (1996) che distingue tra settori senza differenziazione di prodotto e quelli con differenziazione di prodotto, quest'ultima determinata dalla R&S, dalla pubblicità o da entrambi gli strumenti.

Gruppo 2

NUMACQ:	numero identificativo assegnato a ciascuna impresa del campione. Nel caso in cui l'impresa acquirente non appartenga al campione si pone "999", mentre se l'impresa acquirente è una joint-venture in cui è presente un'impresa del campione si pone 1000.
GRUPPOACQ:	nome dell'impresa capogruppo acquirente. Nel caso in cui l'impresa non faceva parte del campione è stato inserito "Out100".
ACQUIRER:	nome dell'impresa, la stessa capogruppo o un'altra impresa da questa controllata, che direttamente ha acquistato il target.
COUNTRYACQ:	paese in cui è localizzata l'impresa acquirente, ovvero della capogruppo se si tratta di un'impresa del campione. Per le <i>joint venture</i> possedute pariteticamente al 50% sono stati inseriti entrambi i paesi dei partner. Nel caso, peraltro piuttosto raro, in cui non è stato possibile risalire al nome del paese, si è completato il campo scrivendo "Unknown".
FORMAACQ:	per le imprese che non fanno parte del campione il campo è stato riempito con "Out100", per le imprese del campione con "In100", per le <i>joint venture</i> paritetiche 50-50, in cui almeno uno dei partners era una delle 100 imprese, con <i>joint venture</i> .
ABD1-33:	(Acquirer Business Description): settori di attività dell'acquirente, secondo la classificazione Nace-Clio a 3-digit, in ordine decrescente di importanza in base alla distribuzione del fatturato relativa al 1987. Le informazioni sulla diversificazione delle imprese al 1987 sono state ricavate dalla "EU Market Share Matrix". Nel caso di società nate successivamente - si tratta sostanzialmente delle <i>joint venture</i> 50-50 e della Gec-Alstom - i

settori sono ordinati secondo il fatturato dell'anno di costituzione, o di quello successivo.

INTYPEAC: tipologia del settore principale dell'impresa acquirente, in base alla classificazione utilizzata nel volume Davies-Lyons (1996) che distingue tra settori senza differenziazione di prodotto e quelli con differenziazione di prodotto, quest'ultima determinata dalla R&S, dalla pubblicità o da entrambi gli strumenti.

Gruppo 3

PARTNER: numero di imprese, tra quelle selezionate, coinvolte nell'operazione (questo campo si trova, per comodità, all'inizio del record).

DATE: giorno, mese e anno in cui è avvenuta l'operazione

DEALVALUE: valore dell'operazione, espresso in milioni di dollari US correnti.

TRANSATYPE: in questo campo è stato specificato il tipo di operazione conclusa. L'acquisizione di una quota di maggioranza presenta i seguenti casi: "Mag", se l'impresa acquirente non deteneva in precedenza alcuna quota di quella acquisita; "MinMag", se ne deteneva una quota di minoranza; "ParMag", se la quota era paritetica al 50%; "+Mag" se il capitale posseduto prima dell'operazione era superiore al 50%, ma non al 100%. Se l'operazione riguardava l'acquisto di una quota di minoranza, il campo è stato riempito con "Min", se l'acquirente non deteneva in precedenza alcuna quota di proprietà nell'impresa target; con +Min, nel caso in cui l'operazione avesse portato all'incremento della quota già posseduta senza superare la soglia del 50%. L'acquisto di una quota del 50% viene indicato con "Par", mentre "Assets" indica che il target non era un soggetto dotato di autonoma personalità giuridica. Si noti che per descrivere il tipo di operazione si è utilizzato il punto di vista dell'acquirente, nel senso che le quote acquistate, di maggioranza, di minoranza, paritetiche, di passaggio da minoranza a maggioranza, ecc., si riferiscono alla posizione di chi acquista e non di chi vende.

3. Alcuni risultati preliminari

3.1 I risultati a livello aggregato

Il processo di acquisizioni e dismissioni condotte dalle grandi imprese europee è stato analizzato con riferimento alle imprese presenti nella "EU Market Share Matrix" al

1987. La definizione del campione di imprese inserite nel data-base ADD si è basata sui seguenti criteri.

In primo luogo, cinque delle prime 100 imprese in ordine di fatturato appartenenti alla "EU Market Share Matrix" al 1987 non sono state prese in considerazione. Si tratta dell'Efim, in quanto posta in liquidazione (nel 1992); dell'Ibm, perché le sue operazioni di M&A in Europa non sono facilmente distinguibili da quelle effettuate in campo extra-europeo; della Seita, della Bosch-Siemens Hausgerate e della Tabacalera poiché risultava che non avessero effettuato alcuna operazione di M&A nel periodo.

A questo gruppo di 95 imprese sono state aggiunte la Gec-Alsthom, che anziché essere considerata come una semplice *joint-venture* tra la Gec (28^a posizione) e la Alcatel (12^a) è stata definita impresa leader per le sue rilevanti dimensioni, e le società in posizione 101^a, 102^a e 103^a nella "EU Market Share Matrix" al 1987, rispettivamente la Cir, la Glaxo e la Valeo.

Il campione iniziale, che comprendeva 99 imprese, si è poi modificato tra il 1987 ed il 1993 per effetto di operazioni di acquisizione o fusione che hanno interessato tali società.

In particolare, vanno segnalate le imprese che sono entrate a far parte del campione ADD in quanto hanno acquisito un'impresa del campione stesso: è il caso della Preussag e della Stora, acquirenti rispettivamente della Salzgitter e della Feldmuehle Nobel. I file Preussag e Stora comprendono solo le operazioni di M&A successive alla data del loro ingresso nel campione, mentre quelli della Salzgitter e della Feldmuehle Nobel comprendono solo le operazioni effettuate fino a tale data ⁵.

Inoltre, il campione si è ridotto a causa di acquisizioni avvenute tra imprese appartenenti al campione ADD: si tratta della Mbb, della Jachob Suchard e della Hoesch acquisite rispettivamente dalla Daimler Benz, dalla Philip Morris e dalla Krupp. Anche in questi casi fino al momento dell'acquisizione vengono conteggiate solamente le operazioni dell'impresa leader acquisita, e dal momento successivo all'acquisizione si considerano le operazioni effettuate dall'impresa acquirente, che ricomprenderà nel proprio gruppo societario anche le aziende del gruppo incorporato.

Il fatturato al 1987 del campione ADD rappresenta più dell'80% del fatturato totale delle 313 imprese della "EU Market Share Matrix". Ricordiamo che tale matrice rappresenta a sua volta circa un terzo della produzione manifatturiera europea, essendo

⁵ In realtà, si potrebbe annoverare tra questi anche il caso della Douwe Egberts, che ha ceduto un consistente pacchetto azionario alla Sara Lee, in cambio di rami aziendali di quest'ultima, cambiando ragione sociale in Sara Lee /DE. Tuttavia, poiché non vi è alcuna indicazione sull'esistenza di un controllo societario esercitato con almeno il 50,1% della quota azionaria, il file Douwe Egberts continua ad essere considerato autonomo, come se fosse semplicemente cambiata la ragione sociale.

quindi un campione particolarmente caratteristico del comportamento strategico del grande capitale industriale (Rondi, 1996).

La tavola 1 mostra che le operazioni censite sono 3842, di cui il 55% è rappresentato da acquisizioni, il 34% da dismissioni e l'11% da operazioni condotte in *partnership*⁶. Mediamente ciascuna impresa ha condotto 35 operazioni circa, di cui 21 acquisizioni, 13 dismissioni e 2 operazioni in *partnership*. L'impresa che ha condotto più operazioni è la Unilever, con 115 casi di M&A, mentre le imprese modali nelle acquisizioni, dismissioni e *partnership* sono rispettivamente Unilever (79 casi), Hanson (64 casi) e Siemens (23 casi) (vedi figura 1).

Il numero di operazioni in cui sono coinvolti due o più leader, che fanno pertanto transitare quote di imprese da un gruppo di controllo ad un altro, è pari a 260. Si tratta di un insieme di operazioni particolarmente importante, in quanto rappresenta un elemento di concentrazione e di ridefinizione degli assetti proprietari all'interno del nucleo oligopolistico dei grandi gruppi europei.

La differenza che si registra tra il numero dei record che costituiscono il data-base (3585) ed il numero delle operazioni censite (3842) è principalmente determinata da tali operazioni conteggiate più di una volta, in cui tanto l'acquirente quanto l'acquisito sono imprese appartenenti al campione.

Come si evince dal paragrafo 2.3, il data-base consente di individuare nel dettaglio i diversi modi in cui le imprese possono creare legami di tipo partecipativo. Tali strumenti a disposizione dell'impresa informano non solo della varietà degli obiettivi che sottendono le operazioni di M&A, ma anche della difficoltà di identificare con precisione i confini dell'impresa. Infatti, le strategie di dismissione/acquisizione risultano diversamente qualificate se sono condotte tramite operazioni che consentono il controllo dell'azienda acquisita, o tramite operazioni che riflettono partecipazioni minoritarie o gestioni in *partnership*. Tra le operazioni censite, quelle che rappresentano un passaggio di quote di maggioranza sono il 55% dei casi totali, peso che raggiunge il 77% se aggiungiamo ad esse anche i trasferimenti di assets, molto simili alle partecipazioni maggioritarie quando si trasferiscono intere divisioni di business (vedi tavola 2).

Le altre modalità sono "residuali", avendo un peso del 14% per quanto riguarda gli scambi minoritari, del 5% per quelli paritari e del 4% per quelli di consolidamento⁷.

Nella tavola 3, il totale delle operazioni di M&A è stato suddiviso a seconda che l'operazione rivesta un carattere nazionale o internazionale. Nel 68% dei casi siamo di

⁶ Le operazioni in *partnership* sono la somma delle nuove imprese nate in *joint-venture*, delle operazioni di dismissione/acquisizione di quote del 50% in società già esistenti e delle operazioni effettuate tramite società possedute al 50% in *joint venture* con altre imprese (vedi paragrafo 2.3).

⁷ Come già specificato nel paragrafo 2.3, si tratta di operazioni che aumentano una precedente quota di minoranza o di maggioranza, senza far superare la soglia del 49% nel primo caso)

fronte ad operazioni "cross-border": una prima indicazione di come le strategie di crescita esterna vengano usate dai leader generalmente al di fuori del proprio paese di origine. Con il procedere del processo di integrazione europea il mercato di riferimento per i grandi leader è sicuramente quello continentale, e non più quello proprio nazionale. In quest'ottica dobbiamo scindere nettamente l'interpretazione dei valori relativi alle operazioni internazionali tra casi europei ed extra-europei.

Per quanto riguarda le operazioni condotte su scala europea, abbiamo individuato un peso del 32% delle operazioni di M&A condotte all'interno dello Spazio Comune Europeo, cioè dell'area che assomma la Cee e l'Efta (a cui abbiamo aggiunto anche la Svizzera). Stesso peso rivestono anche le operazioni di M&A effettuate nei rimanenti paesi Ocse (essenzialmente Stati Uniti e Giappone).

L'interpretazione dei dati relativi alle operazioni internazionali potrà essere meglio effettuata quando si elaboreranno i dati relativi ai flussi di ingresso e di uscita dal continente, informazioni che permettono di distinguere tra processo di internazionalizzazione attiva (un leader europeo che acquista un'impresa extra-europea) e processo di internazionalizzazione passiva (un'impresa statunitense o giapponese che acquista un'impresa europea).

Ci si aspetta infatti che la Cee sia stata in questo periodo di tempo un'area al centro di un forte processo di concentrazione tra le imprese europee e di penetrazione delle imprese extra-europee. Tali movimenti sarebbero stati indotti dalle aspettative sul mercato unico del 1993 (Gerosky, Vlassopoulos, 1990).

Completiamo l'analisi dei collegamenti internazionali attivati dai leader tramite operazioni di M&A ricordando quanto siano residuali i casi relativi ai paesi dell'Est europeo (2%) e dei paesi in via di sviluppo (1%), a testimonianza che le operazioni di M&A riguardano soprattutto i paesi più evoluti dal punto di vista finanziario (Unctad, 1995).

Il confronto tra la quota di produzione che le imprese realizzano nel proprio paese di appartenenza rispetto alla loro produzione totale in Europa e la quota delle operazioni di M&A aventi carattere nazionale rispetto al totale delle operazioni di M&A può essere fatto solamente per le imprese appartenenti a paesi Cee, in quanto solo per tali imprese la "EU Market Share Matrix" fornisce anche la produzione "nazionale". Il divario che si registra tra la quota di produzione che le imprese Cee determinano nel proprio paese di appartenenza (80%) e quella relativa alle operazioni M&A condotte a livello nazionale da tali leader (32%) è particolarmente ampio, ed è un primo indicatore del rapporto esistente tra strategie di crescita esterna e processo di internazionalizzazione.

3.3 *I risultati a livello di impresa*

Come ci si poteva attendere, all'interno del campione esiste un'ampia variabilità del numero di operazioni condotte da ciascuna impresa. Da una parte, troviamo imprese che hanno effettuato più di 100 operazioni di acquisizione/dismissione/*joint venture* nel periodo considerato, quali Unilever, Iri, Ferruzzi, Philips, Grand Metropolitan, Abb. Dall'altra parte, vi sono leader che ne hanno effettuate meno di 10, quali Zf (2 operazioni), Dassault (4), Jachob Suchard (5), Michelin (6), Klockner Humboldt (6).

Tra le società che nel corso del periodo sono state acquisite da altri leader, ve ne sono alcune per le quali si registra solamente tale operazione di cessione: Mars, Salzgitte, Mbb.

Inoltre, si segnalano alcuni casi molto particolari, quali le imprese che non hanno effettuato alcuna operazione, come la Seita e la Tabacalera (società del monopolio pubblico del tabacco in Francia e Spagna) e la Bosch-Siemens Hausgerate (*joint venture* che per le sue dimensioni era stata considerata un leader nella "EU Market Share Matrix").

Se ci domandiamo se tale distribuzione così variegata sia una caratteristica delle operazioni di crescita esterna oppure sia un normale aspetto della variabilità del campione che stiamo trattando, possiamo ottenere una prima risposta dal confronto tra un indicatore della concentrazione delle operazioni di M&A ed un indicatore della concentrazione del campione in termini di produzione. Le prime 10 imprese in ordine di fatturato rappresentano il 34% del fatturato totale, mentre in termini di numero di operazioni di M&A, i primi 10 leader rappresentano solo il 26% del totale delle operazioni di M&A: ciò induce a ritenere che la distribuzione delle operazioni di M&A sia meno concentrata di quanto lo sia il nucleo oligopolistico che stiamo studiando.

La stessa curva di Lorenz, costruita utilizzando le percentuali cumulate delle due distribuzioni, conferma tale indicazione (vedi figura 3). Inoltre, nelle due distribuzioni (quella dei fatturati e quella delle operazioni di M&A) i valori mediani sono leggermente differenti: le prime 23 imprese leader determinano il 50% delle operazioni di M&A, mentre le prime 18 imprese leader rappresentano la metà della produzione totale.

Ciò indica come le imprese di dimensione maggiore non siano quelle che effettuano più operazioni di M&A. Del resto, i 10 leader più grandi in termini di fatturato hanno effettuato solo il 12% delle operazioni di M&A totali, mentre rappresentano il già citato 31% della produzione totale.

La varietà di comportamenti delle imprese che hanno effettuato il maggior numero di operazioni di M&A può essere ottenuta disaggregando tali operazioni tra casi di acquisizione, di dismissione e di attività condotte in cooperazione⁸.

Come indicato nella figura 1, se confrontiamo le 10 imprese che hanno effettuato più operazioni di M&A, con quelle che hanno effettuato più acquisizioni, più dismissioni e più operazioni in cooperazione emerge che nessuna impresa è contemporaneamente presente in tutte e quattro le classifiche, a testimonianza della notevole diversità delle strategie di crescita esterna perseguite. O meglio, della predilizione da parte di ciascuna società di un solo strumento di crescita tra i tre possibili (acquisizioni, dismissioni e joint venture).

Questo aspetto emerge in modo più netto nel confronto dei diversi pesi di ciascuna tipologia di M&A, rispetto al totale delle operazioni di crescita esterna di ciascun leader. Dalla figura 2 si evincono le imprese che utilizzano in modo "unidirezionale" gli strumenti di M&A:

- alcuni leader effettuano soprattutto acquisizioni: mentre nel totale del campione le acquisizioni rappresentano il 55% delle operazioni effettuate, nelle 10 imprese che utilizzano maggiormente questo strumento tale peso supera il 79% del totale delle M&A.
- altri leader effettuano soprattutto dismissioni, per una quota che supera il 64% delle operazioni totali, contro il 34% medio del campione. Oltre ai già citati casi di Mars, Mbb e Salzgitter, per i quali è stata rilevata solamente la loro cessione ad un'altra impresa, bisogna segnalare la strategia di Goodyear, Hanson, Bp e Coats che si realizza soprattutto tramite dismissioni.
- infine, si registrano i leader che effettuano più operazioni in partnership con altre imprese (anche non leader). Si tratta di leader che mostrano un peso di questa tipologia di operazione che supera il 24%, per raggiungere il 67% nell'interessante caso dell'Aerospaziale, quota più che doppia rispetto a quella dell'intero campione (11%).

A fronte di un unico indirizzo di utilizzo prevalente, si registra anche un basso numero di operazioni effettuate: generalmente i leader che mostrano una specializzazione hanno effettuato meno di 50 operazioni ciascuno. Ciò è valido soprattutto nel caso delle acquisizioni, l'elenco delle imprese per cui è molto importante la strategia acquisitiva (figura 2) è completamente differente da quello che si riferisce al numero assoluto di acquisizioni effettuate (figura 1).

⁸ Come già accennato, queste ultime comprendono tanto la costituzione di nuove *joint venture*, quanto l'effettuazione di operazioni tramite una *joint venture* già esistente.

Nel caso delle dismissioni, i leader che hanno un elevato valore relativo ma anche assoluto nelle operazioni di dismissione sono BP e Hanson, segno probabilmente di un processo di ristrutturazione in atto.

Le partnership rappresentano la categoria che più di ogni altra mostra delle sovrapposizioni tra importanza relativa delle attività in partnership e loro importanza in termini assoluti: ben 5 casi su 10 sono in comune tra i due elenchi. Oltre alla citata Aerospaziale, vi sono anche Daimler Benz, Siemens, Thomson e Gec. Questo fatto indica una chiara "specializzazione" di tali imprese nei confronti delle attività in partnership, specializzazione probabilmente finalizzata alla gestione di tutti i fattori indispensabili (complementary assets) in business a così elevata tecnologia (De Woot, 1990; Teece, 1992).

3.4 I risultati a livello di paese

In questo paragrafo effettueremo un approfondimento dell'importanza dei paesi europei all'interno delle operazioni di M&A che abbiamo rilevato, confrontando la distribuzione della produzione globale di tutti i 102 leader nei 12 paesi della Cee con la corrispondente distribuzione delle operazioni di M&A.

In primo luogo, dalla tavola 4 emerge che le operazioni compiute in Gran Bretagna (è bene specificare: non si tratta delle operazioni compiute dai leader inglesi, ma di quelle condotte in Gran Bretagna da qualunque dei 102 leader) rappresentano ben il 26% delle operazioni condotte in totale all'interno della Cee, quelle condotte in Germania il 20%, in Francia il 18% e in Italia il 17%.

Tale quota può essere comparata con il peso di ciascun paese in termini di produzione dei 102 leader.

Poiché nel caso inglese l'importanza in termini produttivi è solo del 17% si registra una notevole distanza tra il numero delle operazioni condotte in Gran Bretagna e la produzione ivi residente. Tale fatto è probabilmente attribuibile alla maggiore trasparenza ed efficienza del mercato finanziario britannico, nonché alle sue elevate dimensioni (Franks, Mayer, 1990). Peraltro, se teniamo conto delle fonti utilizzate per la costruzione del data-base ADD, la maggiore trasparenza del mercato dei capitali inglese può in parte spiegare il maggior numero di operazioni rilevate in questo paese.

Il caso tedesco emerge come espressione di un modello di capitalismo che, per alcuni versi, è speculare a quello anglosassone. E' infatti probabile che le note diversità istituzionali dei due paesi influenzino il ricorso alle operazioni di crescita esterna: mentre la Germania rappresenta ben il 37% della produzione dei leader, in questo paese vengono effettuate solo il 20% delle operazioni di M&A. Il caso tedesco è

probabilmente l'effetto degli stretti rapporti cooperativi e dei legami di concertazione esistenti tra operatori pubblici, banche e imprese. Del resto, è proprio a seguito di tali forti legami che sono venuti meno alcuni tentativi di scalata azionaria effettuati in Germania da parte di imprese straniere: il caso Pirelli-Continental ci è molto familiare.

Nel caso francese, si evidenzia un bilanciamento dei pesi relativi alle operazioni di M&A (18%) e alla produzione (20%), mentre l'Italia mostra una notevole apertura alle operazioni di M&A, che pesano per il 17% del totale a fronte di un'importanza in termini di produzione che è limitata al 12% del totale. La disparità tra tali pesi è solo in parte attribuibile ad effetti «statistici», derivante dalle maggiori informazioni che abbiamo sulle condotte delle imprese italiane, quanto soprattutto al profondo processo di internazionalizzazione attiva e passiva in atto nel nostro sistema industriale, e di cui numerose ricerche hanno ormai testimoniato l'importanza (R&P, 1996).

3.5 *I risultati a livello di settore*

Se raccogliamo le operazioni effettuate da ciascuna impresa in base al suo settore primario, cioè a quello in cui si registra la maggiore quota di produzione, possiamo individuare alcune relazioni esistenti tra condotta dell'impresa (in termini di M&A) e le caratteristiche strutturali dell'industria di appartenenza (Davies, Lyons, 1988).

Tali modelli sono stati applicati anche nell'indagine del gruppo "EU Market Share Matrix" con riferimento agli strumenti con cui si può differenziare il prodotto. In particolar modo sono stati analizzati i costi endogeni all'impresa relativi alla R&S e alla pubblicità, in quanto tali fattori sembrano influenzare i percorsi di diversificazione geografica e settoriale dei leader europei (Davies, Rondi, Sembenelli, 1995; Davies, Lyons, 1996). E per tale motivo potrebbero influenzare anche i percorsi di crescita esterna di tali leader.

L'esame dei settori che non utilizzano alcuna forma di differenziazione del prodotto mostra che le imprese di questo gruppo hanno effettuato il 25% delle operazioni censite e contano per il 17% della produzione totale, denotando quindi un ampio ricorso alle operazioni di M&A (vedi tavola 5).

Tra i settori che utilizzano gli strumenti di differenziazione della R&S e della pubblicità (il cui elenco è presente nell'appendice della ricerca di Davies-Lyons) si notano alcune differenze significative.

Per quanto riguarda le spese in R&S, è ormai noto come il controllo della tecnologia rientri tra le determinanti che spingono le imprese ad effettuare *joint venture* (Teece, 1992) e ad acquisire altre imprese per internalizzarne i vantaggi tecnologici (Neven, Siotis, 1996). Le imprese appartenenti ai settori che utilizzano soprattutto la

R&S per differenziare il prodotto mostrano una certa similitudine tra il peso delle operazioni censite (41%) e quello della produzione totale (39%). Stessa affermazione vale per le imprese dei settori che sfruttano principalmente la pubblicità per differenziare il prodotto, in cui al 13% del peso delle operazioni censite corrisponde il 10% di quello della produzione totale.

Lo studio di Davies-Lyons (1996) indica anche un gruppo di settori che utilizzano in modo elevato entrambi gli strumenti di differenziazione del prodotto. Per le industrie che oltre ad avere elevate spese in R&S hanno anche elevate spese in pubblicità si registra uno scarso impegno sul fronte delle operazioni di M&A (solo il 21% del totale) a fronte di una elevata presenza produttiva di tali imprese (34% del totale).

Dai dati esaminati sembrerebbe quindi che ci sia una netta contrapposizione tra settori con prodotti tipicamente indifferenziati e settori con prodotti differenziati in base a R&S e pubblicità contemporaneamente: mentre i primi userebbero condotte di crescita esterna molto di più della media dell'interno sistema industriale, i secondi avrebbero un comportamento opposto.

L'analisi suddetta può essere approfondita con riferimento ai diversi strumenti utilizzati nelle operazioni di crescita esterna: anche nella scelta tra acquisizioni, dismissioni e partnership il modello di differenziazione del prodotto influisce in varia misura.

Nel caso delle operazioni condotte dai leader appartenenti ai settori ad elevata R&S notiamo come emerge una forma di specializzazione nelle operazioni svolte in partnership, il cui peso (12%) è superiore a quello medio del campione (10%). Del resto, i leader di questo gruppo hanno condotto ben il 50% di tutte le operazioni in partnership del campione, ma solo il 41% delle operazioni totali.

Per quanto riguarda invece i settori a maggiori spese pubblicitarie la specializzazione riguarda le operazioni di acquisizione: ben il 73% delle operazioni di M&A condotte da questo gruppo di imprese è riferibile ad acquisizioni, contro il 65% dell'intero campione. E' inoltre molto significativo sottolineare il basso ricorso all'attività di partnership da parte delle imprese dei settori ad alta intensità pubblicitaria: solo il 4% delle operazioni totali contro una media del 10% per il campione. Tale fatto è probabilmente spiegabile con l'importanza di mantenere il pieno controllo del marchio e della catena distributiva, strategia che riduce notevolmente lo spettro di opportunità ad effettuare operazioni in partnership.

Tavola 1 - Operazioni per tipologia

	<i>Composizione %</i>
Acquisizioni	55
Dismissioni	34
Operazioni in partnership	11
Totale	100
Totale (valore assoluto)	3.842

Tavola 2 - Operazioni per modalità

	<i>Composizione %</i>
Maggioranza	55
Minoranza	14
Paritarie	5
Rafforzamento*	4
Assets	22
Totale	100
Totale (valore assoluto)	3.585

* Si tratta di operazioni che aumentano una precedente quota di minoranza o di maggioranza (senza far superare la soglia del 49% nel primo caso)

Tavola 3 - Operazioni per area geografica

	<i>Composizione %</i>
Nazionali	32
In Europa	32
Negli altri paesi Ocse	32
Nell'Est Europeo	2
Nei Pvs	1
Dati non disponibili	1
Totale	100
Totale (valore assoluto)	3.842

Tavola 4 - Operazioni effettuate nella Cee
(composizione %)

	<i>% Numero di operazioni in ciascun paese</i>	<i>% Produzione 102 leader</i>
Benelux, Danimarca, Olanda, Irlanda	9	8
Spagna, Portogallo, Grecia	11	4
Gran Bretagna	26	17
Francia	18	20
Germania	20	37
Italia	17	12
Totale	100	100

N.B. È la distribuzione per paese delle operazioni fatte complessivamente dagli 83 leader.

Tavola 5 - Operazioni per tipo di settore
(composizione %)

	<i>Acquisizioni</i>	<i>Dismissioni</i>	<i>Operazioni in partnership</i>	<i>Operazioni totali</i>	<i>Composizione % operazioni totali</i>	<i>Composizione % produzione totale</i>
Prodotti indifferenziati	64	27	9	100	25	17
Alta intensità R&S	62	26	12	100	41	39
Alta intensità pubblicità	73	23	4	100	13	10
Alta intensità R&S e pubblicità	67	22	10	100	21	34
Totale	65	25	10	100	100	100

N.B. I leader sono raggruppati in base al settore prevalente e si sommano le operazioni di ciascun leader

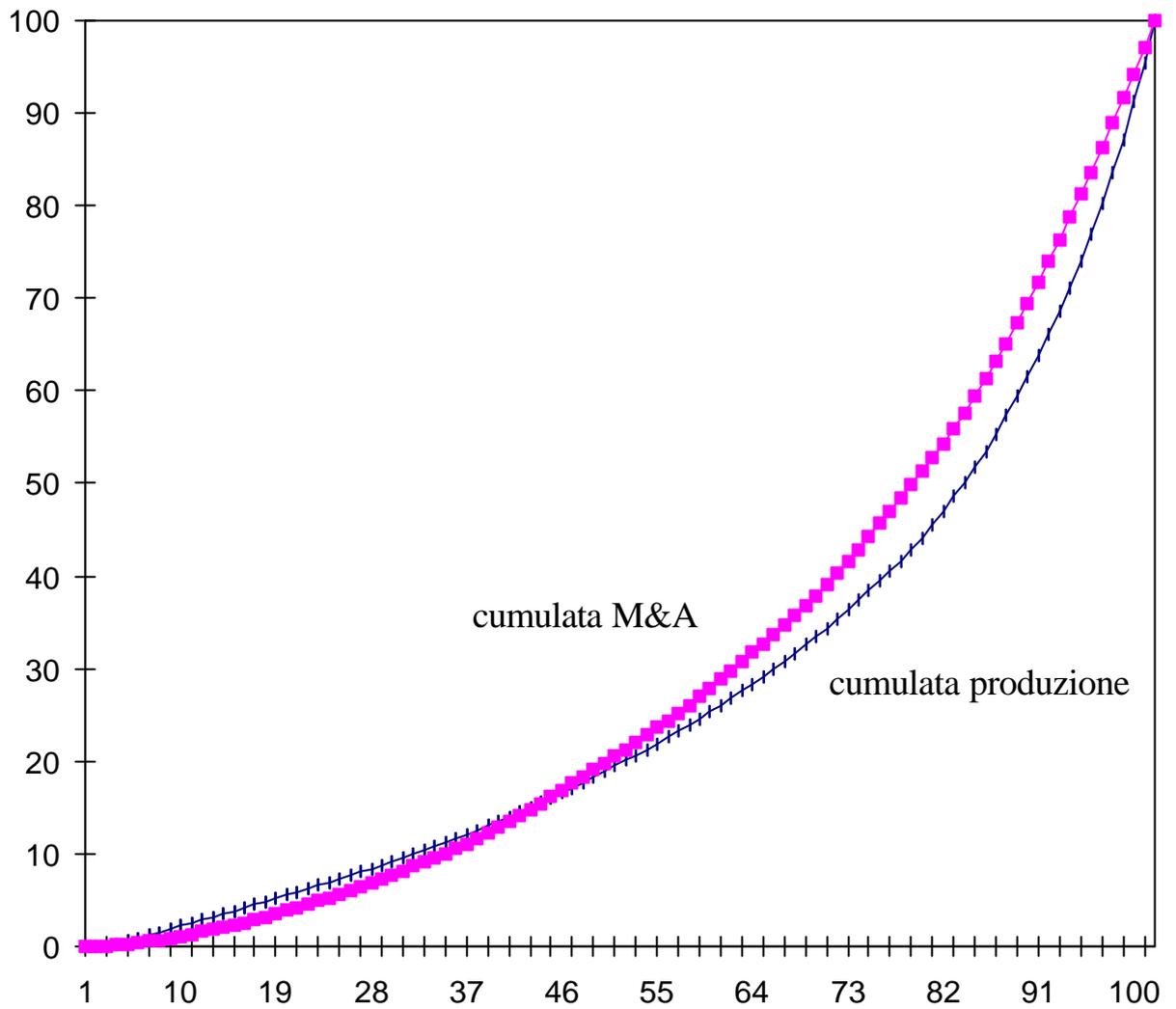
Figura 1

<i>Prime 10 imprese per numero di acquisizioni</i>	<i>Prime 10 imprese per numero di dimissioni</i>	<i>Prime 10 imprese per numero di operazioni in cooperazione</i>	<i>Prime 10 imprese per numero di record totali</i>
UNILEVER 79	HANSON 64	SIEMENS 23	UNILEVER 115
ELF AQUITAINE 71	BP 55	FERRUZZI 21	IRI 105
ASEA BROWN BOVERI 60	ICI 52	IRI 20	FERRUZZI 103
IRI 59	GRAND METROPOLITAN 44	FIAT 19	PHILIPS 103
FERRUZZI 56	PHILIPS 41	RHONE-POULENC 19	GRAND METROPOLITAN 101
GRAND METROPOLITAN 54	ROYAL DUTCH/SHELL 41	DAIMLER-BENZ 19	ASEA BROWN BOVERI 101
SIEMENS 51	TENNECO 40	PHILIPS 18	RHONE-POULENC 94
REED 50	UNILEVER 35	ASEA BROWN BOVERI 17	SIEMENS 94
FIAT 46	DU PONT 35	THOMSON 16	ELF AQUITAINE 94
HILLSDOWN HOLDING 45	RHONE-POULENC 35	GEC 14	HANSON 90
MEDIA CAMPIONE 21	MEDIA CAMPIONE 13	MEDIA CAMPIONE 2	MEDIA CAMPIONE 35

Figura 2

<i>Prime 10 imprese per peso delle acquisizioni</i>		<i>Prime 10 imprese per peso delle dismissioni</i>		<i>Prime 10 imprese per peso delle operazioni in cooperazione</i>	
VIAG	100%	MARS	100%	AEROSPATIALE	69%
ZF	100%	MBB	100%	GEC	41%
HEWLETT PACKARD	91%	SALZGITTER	100%	ROBERT BOSCH	32%
MAN	88%	GOODYEAR	82%	GEC ALSTHOM	28%
ARBED	86%	HANSON	71%	THOMSON	29%
REED	85%	BP	68%	SOLVAY	29%
MICHELIN	83%	COATS	68%	SKF	28%
CADBURY	82%	GLAXO	67%	DAIMLER-BENZ	23%
EGBERTS DOUWE	80%	AMERICAN BRANDS	64%	DASSAULT	25%
CIR	79%	STORA	64%	SIEMENS	24%
MEDIA CAMPIONE	55%	MEDIA CAMPIONE	34%	MEDIA CAMPIONE	11%

Figura 3 - Curva di concentrazione (Lorenz)



Riferimenti bibliografici

- Commissione Cee, *Relazione sulla politica della concorrenza*, Bruxelles, vari anni
- S.W.Davies, B.R.Lyons, *Economics of Industrial Organization*, Longman Group, 1988
- S.W.Davies, B.R.Lyons et al., *Industrial Organization of the European Union*, Oxford University Press, 1996
- S.W.Davies, L.Rondi, A.Sembenelli, *Explaining corporate structure. The MD matrix, product differentiation and the side of the market*, W.P. Ceris, n.5, Torino, 1995
- De Woot, *High Technology Europe: Strategic Issues for Global Competitiveness*, Oxford, Basil Blackwell
- S.Bhagat, A.Shleifer, M.A.Vishny, *Hostile Takeovers in the 1980s: the Return to Corporate Specialization*, Brooking Papers on Economic Activity: Microeconomics, pp.1-72, 1990
- J.Franks, C.Mayer, *Capital market and Corporate Control: a study of France, Germany and the Uk*, Economic Policy, vol.10, pp.189- 232, 1990
- P.A.Gerosky, A.Vlassopoulos, *Recent patterns of European merger activity*, Business Strategy Review, vol.1, n.2, 1990
- Kpmg, *Cross Border Dealwatch Report*, vari anni
- A.Jaquemin, P.Buigues, F.Ilzkovitz, *Horizontal Concentration Merger and Competition Policy in the European Community*, European Economy, n.40, may, 1989
- M.Jensen, *The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Control Systems*, Journal of Finance, vol.48, pp.831-880, 1993
- J.P.Liebeskind, T.C.Opler, D.E.Hatfield, *Corporate Restructuring and the Consolidation of Us Industry*, Journal of Industrial Economics, pp.53-68, 1996
- D. Neven, G. Siotis, *Technology Sourcing and Fdi in the Ec: an Empirical Evaluation*, International Journal of Industrial Organization, vol.14, pp.543- 560, 1996
- H.Odagiri, T.Hase, *Are Mergers and Acquisitions Going to be popular in Japan too?*, International Journal of Industrial Organization, vol.7, n.1, 1989
- M.Orecchia, *Coerenza d'impresa e diversificazione settoriale: un'applicazione alle società leaders nell'industria manifatturiera europea*, W.P.Ceris, n.4, Torino, 1996
- M.Porter, *The competitive Advantage of Nations*, The Free Press, New York, 1992
- L.Rondi, *Dati disaggregati e analisi della struttura industriale: la matrice europea delle quote di mercato*, W.P. Ceris, n.10, Torino, 1996
- A.Sembenelli, D.Vannoni, *Le decisioni di entrata e di uscita: evidenze empiriche sui maggiori gruppi italiani*, W.P. Ceris, n.11, Torino, 1996
- A.Shleifer, R.Vishny, *Takeovers in the '60s and in the '80s*, Strategic Management Journal, vol.12, pp.51-59, 1991
- C.J.Sutton, *Economics and Corporate Strategy*, Cambridge University Press, 1980
- J.Sutton, *Sunk Costs and Market Structure: Price, Competition, Advertising and the Evolution of Concentration*, Mit Press, 1991
- D.J.Teece, *Competition, Cooperation and Innovation: Organizational Arrangements for Regimes of Rapid Technological Progress*, Journal of Economic Behaviour and Organization, vol.18, 1992
- J.Tirole, *The Theory of Industrial Organization*, Mit Press, Cambridge (Mass.), 1988
- Unctad, *World Investment Report*, United Nations, New York, 1995

WORKING PAPER SERIES (1997-1993)

1997

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

1996

- 1/96 *Aspetti e misure della produttività. Un'analisi statistica su tre aziende elettriche europee*, by Donatella Cangialosi, February
- 2/96 *L'analisi e la valutazione della soddisfazione degli utenti interni: un'applicazione nell'ambito dei servizi sanitari*, by Maria Teresa Morana, February
- 3/96 *La funzione di costo nel servizio idrico. Un contributo al dibattito sul metodo normalizzato per la determinazione della tariffa del servizio idrico integrato*, by Giovanni Fraquelli and Paola Fabbri, February
- 4/96 *Coerenza d'impresa e diversificazione settoriale: un'applicazione alle società leaders nell'industria manifatturiera europea*, by Marco Orecchia, February
- 5/96 *Privatizzazioni: meccanismi di collocamento e assetti proprietari. Il caso STET*, by Paola Fabbri, February
- 6/96 *I nuovi scenari competitivi nell'industria delle telecomunicazioni: le principali esperienze internazionali*, by Paola Fabbri, February
- 7/96 *Accordi, joint-venture e investimenti diretti dell'industria italiana nella CSI: Un'analisi qualitativa*, by Chiara Monti and Giampaolo Vitali, February
- 8/96 *Verso la riconversione di settori utilizzatori di amianto. Risultati di un'indagine sul campo*, by Marisa Gerbi Sethi, Salvatore Marino and Maria Zittino, February
- 9/96 *Innovazione tecnologica e competitività internazionale: quale futuro per i distretti e le economie locali*, by Secondo Rolfo, March

- 10/96 *Dati disaggregati e analisi della struttura industriale: la matrice europea delle quote di mercato*, by Laura Rondi, March
- 11/96 *Le decisioni di entrata e di uscita: evidenze empiriche sui maggiori gruppi italiani*, by Alessandro Sembenelli and Davide Vannoni, April
- 12/96 *Le direttrici della diversificazione nella grande industria italiana*, by Davide Vannoni, April
- 13/96 *R&S cooperativa e non-cooperativa in un duopolio misto con spillovers*, by Marco Orecchia, May
- 14/96 *Unità di studio sulle strategie di crescita esterna delle imprese italiane*, by Giampaolo Vitali and Maria Zittino, July. **Not available**
- 15/96 *Uno strumento di politica per l'innovazione: la prospezione tecnologica*, by Secondo Rolfo, September
- 16/96 *L'introduzione della Qualità Totale in aziende ospedaliere: aspettative ed opinioni del middle management*, by Gian Franco Corio, September
- 17/96 *Shareholders' voting power and block transaction premia: an empirical analysis of Italian listed companies*, by Giovanna Nicodano and Alessandro Sembenelli, November
- 18/96 *La valutazione dell'impatto delle politiche tecnologiche: un'analisi classificatoria e una rassegna di alcune esperienze europee*, by Domiziano Boschi, November
- 19/96 *L'industria orafa italiana: lo sviluppo del settore punta sulle esportazioni*, by Anna Maria Gaibisso and Elena Ragazzi, November
- 20/96 *La centralità dell'innovazione nell'intervento pubblico nazionale e regionale in Germania*, by Secondo Rolfo, December
- 21/96 *Ricerca, innovazione e mercato: la nuova politica del Regno Unito*, by Secondo Rolfo, December
- 22/96 *Politiche per l'innovazione in Francia*, by Elena Ragazzi, December
- 23/96 *La relazione tra struttura finanziaria e decisioni reali delle imprese: una rassegna critica dell'evidenza empirica*, by Anna Bottasso, December

1995

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

1994

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

1993

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

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

Please, write to:

MARIA ZITTINO, Working Papers Coordinator, CERIS-CNR

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

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