



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E MANAGEMENT

PROVA FINALE

**"FINANZA COMPORTAMENTALE E RISTRUTTURAZIONI
AZIENDALI: IRRAZIONALITÀ MANAGERIALE A CAUSA DI M&As
DISTRUTTRICI DI VALORE"**

RELATORE:

CH. MO PROF. ANTONIO NICOLÓ

LAUREANDO: MORETTO ALBERTO

MATRICOLA N. 1066311

ANNO ACCADEMICO 2015 – 2016

INDICE

Introduzione

1. Teoria della finanza tradizionale
 - a. Introduzione alla teoria della finanza
 - b. L'ipotesi di efficienza del mercato: il contributo di Eugene Fama
 - c. Le critiche ad Eugene Fama e al CAPM
2. Finanza comportamentale
 - a. Definizione e cenni storici
 - b. Cenni di teoria dell'utilità attesa e Prospect Theory
3. Alcune evidenze empiriche
 - a. Overconfidence
 - b. Consevorismo
 - c. Euristiche della Rappresentatività e dell'Ancoraggio
 - d. Euristica della Disponibilità
 - e. Un esempio pratico: la crisi dei mercati azionari di inizio 2016
 - f. Underreaction e Overreaction
 - g. Herd behavior
4. Un'applicazione di finanza comportamentale
 - a. Il mercato M&As
 - b. Le merger waves
 - c. Che cosa guida le merger waves?
 - d. I fallimentari M&As durante merger waves ed il problema di agenzia
 - e. Herding manageriale alla base di M&As fallimentari
 - f. Stock-based compensation come causa di herd e hubris manageriali

Conclusione

Bibliografia

INTRODUZIONE

All'interno del mondo della finanza, branca dell'economia che studia i mercati finanziari ed i comportamenti degli agenti che vi operano, il paradigma dominante e di riferimento è stato per molti anni quello tradizionale e l'Ipotesi di Efficienza dei Mercati elaborata da Eugene Fama ne costituiva il punto di partenza. La Finanza Comportamentale, o *Behavioral Finance*, prende le distanze da tale ipotesi e, includendo nell'analisi una prospettiva psicologica e cognitiva, mostra come vari fattori emotivi possano influenzare le scelte quotidiane degli operatori economici. Di conseguenza, la razionalità assoluta degli individui che popolano i mercati viene messa in forte discussione.

L'obiettivo di questo lavoro è quello di fornire un'analisi generale della Finanza Comportamentale, cercando di dare una visione più chiara ed unitaria possibile. Si tratta di un compito non facile, essendo questo filone di studi piuttosto giovane ed eterogeneo (l'insieme di concetti, ipotesi e modelli che lo costituiscono sono stati affrontati da moltissimi autori e per mezzo di metodi ed approcci molto diversi tra loro). Non si pretende dunque di fornire un'analisi completa ed esaustiva, piuttosto si cerca di dare un input nella comprensione della materia. Si porrà l'attenzione in particolare sui concetti di *behavioral finance* che sono rilevanti ai fini dell'applicazione pratica che si affronterà.

Il lavoro è strutturato in quattro parti. Le prime due richiamano, rispettivamente, gli elementi chiave dell'approccio tradizionale alla finanza e dell'approccio comportamentale. In particolare, si analizzeranno con dettaglio l'Ipotesi di Efficienza dei Mercati esposta da Fama (in quanto pilastro portante della teoria della Finanza tradizionale), le principali argomentazioni contro la sua validità, e la Teoria dei Prospetti esposta da Kahneman e Tversky (in quanto pilastro portante della Finanza Comportamentale). La terza parte espone con più specificità i principi teorici che costituiscono la finanza comportamentale: overconfidence, conservatorismo, euristiche della rappresentatività, dell'ancoraggio e della disponibilità, underreaction e overreaction ed infine herding behavior. Nonostante le applicazioni pratiche più note della Finanza Comportamentale siano altre, nell'ultima parte si cerca di capire come le operazioni di fusione e acquisizione che hanno luogo nei mercati finanziari dimostrino l'inconsistenza di alcuni assunti teorici della teoria della Finanza tradizionale. Dopo aver descritto dettagliatamente le specifiche di tali operazioni di concentrazione aziendale, si mostra come il comportamento irrazionale dei managers possa causare *M&As* inefficienti e come, a fronte di ciò, il prezzo dei titoli azionari non si riduca (ma anzi, cresca). Si spiegherà in che senso tale scoperta rappresenta una forte critica

all'Ipotesi di Efficienza dei Mercati in forma forte elaborata da Fama e, infine, si illustreranno due caratteristiche delle remunerazioni manageriali che possono causare M&As inefficienti e, di conseguenza, *mispricing* post-annuncio di un'operazione di fusione o acquisizione.

CAPITOLO 1

TEORIA DELLA FINANZA TRADIZIONALE

La preponderante importanza che con il passare degli anni è stata attribuita alla finanza comportamentale va di pari passo con la crisi del modello tradizionale di teoria della finanza. A seguire, si presenta brevemente tale modello tradizionale, che negli anni Settanta raggiunse l'apice di notorietà, a seguito della formulazione dell'ipotesi dei mercati efficienti fatta dall'economista Eugene Fama. Saranno inoltre esposte alcune delle critiche che Fama ha ricevuto, critiche che con il passare degli anni hanno portato alla crisi del modello tradizionale.

1.a Introduzione alla teoria della finanza

La teoria della finanza, come è conosciuta oggi, ha una vita piuttosto breve. Louis Bachelier, uno dei suoi pionieri, è autore di uno dei contributi del primo Novecento ad oggi più noti: egli anticipò buona parte dei concetti ad oggi comunemente accettati tra gli accademici del mondo della finanza. Tuttavia, Bachelier venne ignorato dagli accademici del suo tempo, ed è di fatto solo a partire dalla seconda metà del Ventesimo secolo che le fondamenta della teoria della finanza vengono costruite. Spiccano, tra tutti gli altri, la teoria delle scelte di portafoglio di Markowitz (1952), il teorema di Modigliani-Miller (1958), la "*Liquidity Preference Theory*" di Tobin (1958), l'ipotesi delle aspettative razionali di Muth (1961), il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) sviluppato da Sharpe, Black e Litner (1964), l'*option-pricing model* di Black, Scholes e Merton (1973), l'*Arbitrage pricing theory* proposta da Ross (1976), ed infine l'ipotesi di efficienza dei mercati di Eugene Fama (1970). Come già accennato, è proprio quest'ultimo a dare il via al filone di studi che si collocano nel campo della finanza comportamentale.

1.b L'ipotesi di efficienza del mercato: il contributo di Eugene Fama

L'ipotesi dei Mercati Efficienti definisce un mercato efficiente come un mercato in cui i prezzi dei titoli riflettono tutte le informazioni disponibili (Fama, 1970). Secondo questa teoria, i prezzi sarebbero corretti e rifletterebbero sempre il valore fondamentale dei titoli, dato dall'attualizzazione della somma dei cash-flow futuri attesi. La variazione dei prezzi si ha quindi solo nel momento in cui nuove informazioni diventano disponibili. Fama definisce tale

situazione dicendo che nell'economia non esiste il cosiddetto "pasto gratis": gli operatori economici non hanno alcuna opportunità di ottenere profitti anormali e superiori al profitto che corrisponde al rischio cui essi fanno fronte per l'investimento stesso. A difesa dell'ipotesi di efficienza del mercato, vari studi constatarono che, di fatto, il prezzo di un'azione reagisce rapidamente a fronte di nuove informazioni provenienti dal mercato.

Secondo il celebre articolo di Fama, è possibile individuare tre tipi di informazione e per questo si possono distinguere tre diverse forme di efficienza dei mercati:

- Efficienza in forma debole, qualora il prezzo di un titolo rifletta tutte le informazioni ricavabili dall'osservazione delle serie storiche. Di conseguenza, non sarà possibile formare un portafoglio con rendimento atteso superiore a quello di mercato basandosi solo sulle informazioni incluse nella serie storica dei prezzi.
- Efficienza in forma semi-forte, qualora il prezzo di un titolo rifletta tutte le informazioni ricavabili dall'osservazione delle serie storiche più ogni informazione di dominio pubblico. Di conseguenza, utilizzare informazioni relative a prezzi storici ed informazioni di dominio pubblico non consentirà di ottenere un extra profitto.
- Efficienza in forma forte, qualora il prezzo di un titolo incorpori tutte le informazioni ricavabili dall'osservazione delle serie storiche, le informazioni di dominio pubblico e tutte le informazioni di tipo privato. Di conseguenza, anche un soggetto a conoscenza di tutte le informazioni citate non sarà in grado di formare un portafoglio che abbia un rendimento atteso superiore a quello di mercato.

1.c Le critiche ad Eugene Fama e al CAPM

A seguito della pubblicazione del CAPM da parte di Sharpe, Black e Litner (1964) e dopo la pubblicazione di *"Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work"* da parte di Fama (1970) non tardarono ad arrivare le prime critiche ed evidenze empiriche che si rivelarono incoerenti con tali studi. La crisi della finanza moderna inizia a fronte di questo tipo di evidenze ed è così che nasce la finanza comportamentale quale vero e proprio filone di studi. Di seguito si elencano alcune delle suddette evidenze empiriche:

- Rozeff e Kinney (1976) documentano rendimenti anormali del mercato in alcuni periodi dell'anno. In particolare, prendendo in considerazione le azioni del NYSE ed un periodo di tempo sufficientemente lungo, notano che il rendimento medio nel mese di gennaio è 3.48%, mentre negli altri mesi il rendimento medio è 0.42%. Il fenomeno venne poi riscontrato anche in mercati azionari di diversi paesi, al punto che si parlò di "effetto gennaio". Analogamente Bhabra, Dillon e Ramirez (1999) riscontrano ciò nel

mercato azionario statunitense, ma anche per il mese di novembre ("effetto novembre"). Ciò fu però osservabile solo dopo la *Tax Reform* del 1986.

- Banz (1981), scopre che il CAPM sottostimava il rendimento medio delle piccole imprese e sovrastimava quello di imprese di dimensioni maggiori. È il cosiddetto "effetto dimensione" o "effetto piccola impresa".
- Lakonishok e Smidt (1988) osservano una redditività maggiore dei titoli azionari nell'ultimo giorno del mese e nei primi tre del seguente mese. Si è parlato di "effetto cambio del mese"
- Curiosa è anche la scoperta di Jacobs e Levi (1988): l'"effetto vacanza" fece sì che il 35% della crescita dei corsi delle azioni tra gli anni 1963-1982 ebbe luogo negli otto giorni prefestivi di ciascun anno.
- Harris e Gurel (1986) parlano di un "effetto S&P500", dopo aver constatato come vi sia un premio considerevole, pari al 3%, legato all'annuncio dell'inclusione di un titolo nell'indice S&P500.

Si trattava di eventi incoerenti con le leggi della finanza tradizionale che misero così in dubbio la correttezza del CAPM e la veridicità dell'ipotesi di efficienza dei mercati.

CAPITOLO 2

FINANZA COMPORTAMENTALE

2.a Definizione e cenni storici

A seguire si cerca di delineare una definizione completa di finanza comportamentale, includendo un overview delle principali "tappe" che nel corso della storia hanno consentito a questa disciplina di ottenere lo status di "teoria" unificante finanza e psicologia cognitiva.

La finanza comportamentale (*behavioral finance*) è una branca della finanza che comprende aspetti di psicologia cognitiva e teorie finanziarie ed è volta a spiegare le anomalie che si riscontrano nei mercati finanziari analizzando il comportamento degli investitori. Il classico paradigma per cui gli individui agiscono in modo del tutto razionale è negato e gli aspetti individuali più realistici delle persone sono evidenziati. Tuttavia, la vasta letteratura a disposizione sul tema non ci riconduce ad una singola definizione di finanza comportamentale. Lintner (1998) la definisce come lo studio di come l'essere umano utilizza le informazioni a propria disposizione per prendere decisioni di investimento. Olsen (1998) ritiene che la finanza comportamentale non sia volta a spiegare il comportamento razionale

umano nè a spiegare in cosa consistano gli errori nei processi decisionali individuali; piuttosto, essa vuole comprendere e prevedere il comportamento dei mercati finanziari con maggiore sistematicità.

Nonostante fu il lavoro di Herbert Simon (1955) ad introdurre il concetto di razionalità limitata e rappresentare il primo importante contributo, il precursore di questo filone di studi è da considerare lo psicologo Paul Slovic. Egli mise in luce l'errata percezione del rischio da parte dell'essere umano e fu punto di partenza per Daniel Kahneman ed Amos Tversky, ritenuti invece i veri e propri fondatori della finanza comportamentale. La finanza comportamentale ha quindi origini recenti e risale principalmente agli anni Settanta con i lavori dei due autori appena citati. Tuttavia, la ricerca sull'argomento si sviluppò più tardi (negli anni Novanta) ed ebbe la sua consacrazione nel 2002 quando allo stesso Kahneman fu attribuito il premio nobel. Kahneman e Tversky arrivano a formulare la teoria dei prospetti (*Prospect Theory*), partendo dal paradosso di Allais (che dimostra come l'utilità di un evento rischioso non è combinazione lineare delle probabilità associate a ciascun risultato possibile) e conducendo un'analisi critica degli assiomi su cui si fonda la Teoria dell'Utilità Attesa di Von Neumann-Morgenstern (1944-1947 e 1953).

Il carattere fortemente empirico della finanza comportamentale è invece da attribuire al celebre studio di Robert Shiller (1981) sulla volatilità dei mercati azionari, che aprì la strada ad una serie di successivi studi empirici volti a mettere in evidenza eventi incoerenti con le leggi della teoria della finanza classica.

Tutto questo senza considerare che fu John Maynard Keynes (1936), con qualche anno di anticipo, a prevedere il ruolo fondamentale dell'aspetto psicologico umano nell'economia. Egli affermò che è l'istinto delle persone, riflettendo ottimismo e pessimismo, a causare boom e crisi economiche, notò che spesso il prezzo di titoli azionari differiva dal suo valore fondamentale ed esplorò le implicazioni di tale divergenza in indicatori economici quali il tasso di occupazione ed il reddito.

2.b Cenni di teoria dell'utilità attesa e Prospect Theory

Come già accennato, la *Prospect Theory* è tra gli accademici considerata alla base della finanza comportamentale. Si tratta di un nuovo modello decisionale proposto da Kahneman e Tversky in un noto articolo del 1979 e che diede vita ad un ampio dibattito. Nel 1992, viene rielaborata dagli stessi Kahneman e Tversky, a seguito della collaborazione con Peter Wakker. La nuova versione, la *Cumulative Prospect Theory*, è valida con qualsiasi numero di eventi e sia in condizioni di rischio che di incertezza.

La teoria dell'utilità attesa di Von Neumann-Morgenstern ipotizzava che l'utilità di un agente in condizioni di incertezza si potesse calcolare come media ponderata delle utilità in ogni stato possibile, utilizzando come pesi le probabilità che si verificano i singoli stati come stimate dall'agente stesso. Secondo Von Neumann-Morgenstern, l'individuo non è indifferente al rischio: in condizioni di incertezza, la teoria dell'utilità attesa fa sì gli agenti economici, tra stati alternativi, scelgano quello con utilità attesa maggiore piuttosto che quello con maggiore valore atteso. Qualora invece l'individuo non si preoccupasse del rischio connesso ad una determinata scelta, le sue decisioni sarebbero guidate unicamente dal valore atteso, dato dalla media ponderata dei possibili valori monetari. I modelli economici si sono per anni basati su tale teoria, che ancora oggi assume una posizione di rilievo.

Tuttavia, nel corso degli anni varie critiche sono state mosse e la prima fu quella di Maurice Allais a metà Novecento (1953). Egli dimostrò come gli agenti economici tendano a sopravvalutare risultati considerati certi e sottovalutare risultati considerati solamente probabili. Si parlò di *Paradosso di Allais* in quanto l'outcome risultava incoerente con la teoria della teoria dell'utilità attesa, secondo cui l'utilità di un evento aleatorio è esattamente la combinazione lineare delle probabilità di ciascun risultato. Ed è a partire dagli studi di Allais che Kahneman e Tversky constatarono l'esistenza di fenomeni che non riflettevano la teoria dell'utilità attesa e definirono i cosiddetti effetto-certezza, effetto-riflessione (e la conseguente avversione alle perdite), effetto-isolamento ed effetto-contesto.

- *L'effetto-certezza* consiste nella preferenza degli individui per un evento certo piuttosto che per un evento probabile. Accade che gli agenti economici tendono a preferire un guadagno certo di valore minore piuttosto che un guadagno probabile di valore maggiore.
- *L'effetto-riflessione* ha luogo in quanto le preferenze riguardanti eventi positivi e negativi si manifestano in modo speculare. Da una parte l'individuo predilige eventi positivi di valore minore ma con probabilità maggiore ad eventi positivi di valore maggiore ma con probabilità minore; dall'altra egli preferisce eventi negativi di valore maggiore ma con probabilità minore ad eventi negativi di valore minore ma con probabilità maggiore. In altre parole, si può definire l'agente economico avverso al rischio in caso di eventi positivi e propenso al rischio in caso di eventi negativi. Si conclude che l'agente economico preferisce eventi positivi certi a eventi positivi incerti e eventi negativi incerti a eventi negativi certi. Si è parlato inoltre di *avversione alle perdite*: la motivazione ad evitare perdite è maggiore rispetto alla motivazione a realizzare un guadagno. La stessa decisione può dare origine a scelte opposte se gli

esiti vengono rappresentati al soggetto come perdite piuttosto che come mancati guadagni.

- *L'effetto-isolamento* consiste nella scomposizione di ogni alternativa allo scopo di rendere più semplice il processo di scelta. L'individuo concentra la propria attenzione solo alcune parti di una certa alternativa e non la considera nel suo complesso.
- *L'effetto contesto (o effetto framing)*, per il quale il modo in cui il problema viene formulato influisce sulla percezione individuale del punto di partenza, rispetto cui valutare i possibili esiti delle proprie azioni

Tali effetti rappresentano critiche alla teoria dell'utilità attesa ed al fatto che i processi decisionali avvengano in modo razionale. Inoltre, dopo aver definito un "prospetto" come la combinazione di tutti gli esiti di un'alternativa e delle probabilità ad essi legata, la Prospect Theory suddivide in due fasi il processo decisionale

1. Fase di Editing, che consiste in un'analisi preliminare delle alternative volta a proporre una visione semplificata dei prospetti disponibili. Tale fase si può sostanziare tramite sei operazioni
 - a. Codifica: i risultati offerti dal prospetto sono codificati in base ad un punto di riferimento.
 - b. Combinazione: si ha la combinazione delle probabilità associate ad eventi identici.
 - c. Separazione: qualora i prospetti offrano sia elementi privi di rischio (esiti certi) sia elementi rischiosi (esiti incerti), esiti certi ed incerti sono separati tra loro.
 - d. Cancellazione: quando si trova a scegliere tra prospetti diversi, l'agente economico potrebbe cancellare le componenti che sono comuni a tutti i prospetti
 - e. Semplificazione: elementi che rendono un certo prospetto difficilmente valutabile sono semplificati tramite, ad esempio, operazioni di arrotondamento del valore degli esiti e delle probabilità ad essi associate
 - f. Riconoscimento della dominanza: una volta identificate le relazioni di dominanza tra alternative, l'agente economico scarta quei prospetti che sono dominati da altri più interessanti.
2. Fase di Evaluation, in cui le visioni semplificate dei prospetti risultanti dalla fase di Editing sono valutate e confrontate e quella con il maggior valore viene scelta. Si basa su due funzioni che i decisori utilizzano per valutare esiti e probabilità ad essi associate. Si consideri una scommessa del tipo

$$(X_{-m}, p_{-m}; X_{-m+1}, P_{-m+1}; \dots ; X_0, p_0; \dots ; X_{n-1}, P_{n-1}; X_n, p_n)$$

In cui la notazione va letta come “guadagno pari a X_{-m} con probabilità p_{-m} , x_{-m+1} con probabilità p_{-m+1} , e così via” ed in cui i guadagni sono disposti in ordine crescente, così che $X_i < X_j$ per $i < j$ e considerando $X_0 = 0$. Ad esempio, una scommessa in cui vi è probabilità 50/50% di perdere 100€ o vincere 200€ sarebbe espressa come $(-100€, 0.50; 200€, 0.50)$. Sotto la Teoria dell’Utilità Attesa di Von Neuman e Morgenstern, l’agente economico valuta la scommessa come

$$\sum_{i=-m}^n p_i U(W + x_i)$$

In cui W indica la ricchezza corrente e $U(\cdot)$ è funzione di utilità crescente e concava. Sotto la Teoria dei Prospetti cumulativa, invece, l’agente economico valuta la scommessa come

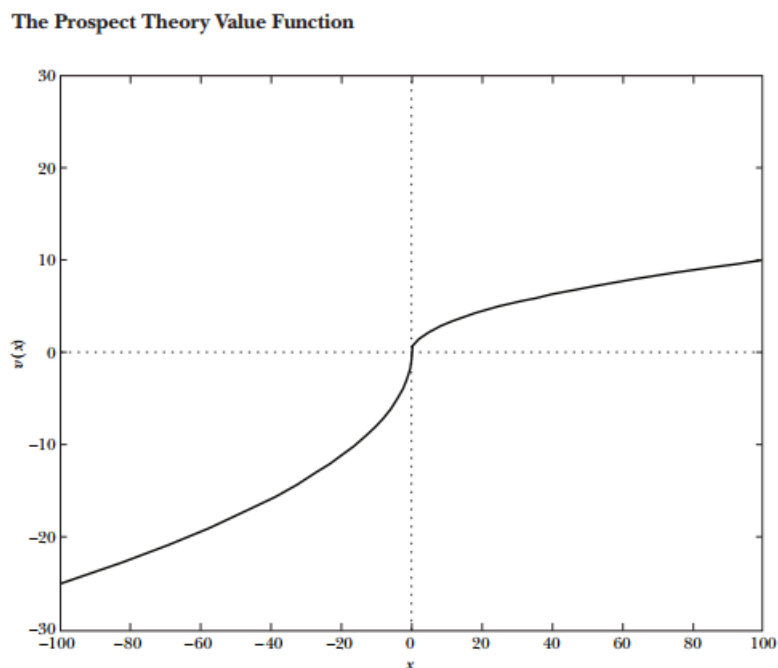
$$\sum_{i=-m}^n \pi_i v(x_i)$$

In cui $v(\cdot)$ è definita “*Value function*” ed è crescente, concava nel dominio positivo e convessa nel dominio negativo, con $v(0)=0$. Essa esprime il valore soggettivo di ogni determinazione dell’evento tramite il confronto con un punto di riferimento. In altre parole, l’individuo calcola il valore V di ogni alternativa e sceglie quella a cui associa il valore maggiore. π_i è invece definita “*Decision weights function*” ed esprime la combinazione tra i pesi decisionali e le relative probabilità.

In particolare, la *value function* fa sì che l’utilità di un operatore economico dipenda da guadagni e perdite che egli può ottenere rispetto ad un certo livello di ricchezza (che costituisce il punto di riferimento). Quest’ultimo è determinato proprio dalla percezione individuale ed è influenzato dal contesto decisionale (è il cosiddetto *effetto framing*, sopra citato). Così, le potenziali vincite e perdite derivanti dalla scommessa in gioco saranno valutate in termini di guadagno o perdita rispetto a tale punto di riferimento: si intuisce quindi come sia evidente la differenza con la Teoria dell’Utilità Attesa, in cui il focus è sulla ricchezza totale. Tale tendenza degli individui a valutare ogni decisione separatamente, senza tenere in considerazione gli effetti complessivi della loro scelta, è cruciale e ricorre spesso negli studi di economia e finanza comportamentale. La forma della *value function*, osservabile dalla Figura A (Barberis 2013, pag. 176), è concava nel dominio positivo e quindi in presenza di guadagni, e convessa nel dominio negativo e quindi in presenza di perdite. Si noti, inoltre, che tale funzione risulta più ripida nel terzo quadrante e quindi in corrispondenza di perdite, poichè il crollo dell’utilità a seguito di una perdita è maggiore del suo aumento a

seguito di un guadagno di uguale valore assoluto. Questo riflette la forte preferenza degli agenti economici ad evitare perdite piuttosto che ad avere guadagni (avversione alle perdite).

FIGURA A (Barberis, 2013)



CAPITOLO 3

ALCUNE EVIDENZE EMPIRICHE

A seguire si analizzano in maggior dettaglio i principali fenomeni empirici che hanno contribuito significativamente alla nascita del filone di studi di finanza comportamentale. Tra questi rientrano: overconfidence, underreaction e overreaction, conservatorismo, euristica della rappresentatività e dell'ancoraggio, euristica della disponibilità e comportamento imitativo.

3.a Overconfidence

Il concetto di overconfidence è uno dei più documentati dalla letteratura che si è occupata di finanza comportamentale. In generale, l'overconfidence coincide con un atteggiamento di sovrastima delle proprie capacità, delle conoscenze e della precisione dei dati a disposizione da parte di un certo individuo. A fronte dell'evidenza del fenomeno in molti aspetti del comportamento umano, sono stati numerosi gli esperimenti di psicologia cognitiva che hanno

riscontrato overconfidence. Molteplici sono i contesti in cui essa può avere luogo. Il primo esempio che potrebbe venire alla mente è quello del CEO di un'impresa. L'overconfidence manageriale può essere causa di distorsioni che portano un manager ad intraprendere dei progetti d'investimento non giustificati da una chiara motivazione di carattere economico e di convenienza. Secondo alcuni dati, più di due-terzi delle piccole imprese falliscono entro 4 anni (Dun e Bradstreet, 1967) e ciò fa intuire quanto numerosi siano i managers che sovrastimano la probabilità di successo del proprio business (Cooper, Woo e Dunkelberg, 1988). La tendenza umana verso l'overconfidence fu definita da Shiller (2000) come pervasiva ed è stata osservata nelle azioni di professionisti in ambito fisico (Lusted, 1977), psicologico (Oskamp, 1965), giuridico (Wagenaar e Keren, 1986) oltre che tra gli operatori finanziari che effettuano compravendite di strumenti finanziari, quali azioni, obbligazioni e derivati. Uno studio psicologico di Fischhoff, Slovic e Lichtenstein ha mostrato come soggetti a cui è stata posta una semplice domanda (come ad esempio, "quale tra due certe cause di morte è la più diffusa?") e la *probabilità* con cui questi ritenevano la propria risposta corretta, tendevano a sovrastimare suddetta *probabilità*. E tra le persone che si ritennero certe al 100% della propria risposta, solo l'80% di questi aveva di fatto ragione. Gli individui mostrarono un'eccessiva sicurezza di sé stessi, sopravvalutando le proprie conoscenze e competenze.

Tutto questo porta Shiller a definire l'essere umano decisamente più incline ad essere *overconfident* piuttosto che *underconfident*. Sono così spiegati alcuni fenomeni chiave dei mercati finanziari come la propagazione di mode passeggere, periodi in cui l'eccesso di ottimismo tra gli investitori finanziari fa sì che questi siano disposti a pagare più del valore fondamentale dell'azione. Prolungandosi nel tempo, inoltre, le mode passeggere potrebbero dar vita a vere e proprie bolle speculative, situazione in cui gli investitori acquistano un'azione ad un prezzo più elevato del suo valore fondamentale, anticipando di rivendere la stessa per un valore ancora più elevato in futuro. "*Tulipmania*", un articolo pubblicato da Peter M. Gabor (1989) sulla mania dei tulipani nell'Olanda del diciassettesimo secolo, descrive come tra il 1634 e il 1637 ebbe luogo "la bolla dei tulipani", che causò l'aumento del prezzo di un bulbo da 1500 *ghinee* (nel 1634) a 7500 *ghinee* (nel 1637) ove quest'ultima è una cifra che al tempo equivaleva al costo di una casa. Come ogni bolla speculativa che si rispetti, tuttavia, anche questa era destinata a sgonfiarsi. L'incremento esponenziale dei prezzi generò aspettative che i prezzi future avrebbero potuto contrarsi e questo stimolò le vendite. La conseguenza fu la discesa dei prezzi e, qualche anno dopo, i bulbi venivano scambiati a circa il 10% del valore massimo raggiunto durante la bolla. Questo esempio fa capire come l'overconfidence sia un fenomeno intrinseco nella natura umana molto robusto, che influenza e ha influenzato il comportamento umano in molti contesti e periodi storici.

3.b Conservatorismo

Il fenomeno del conservatorismo coincide con un principio di elaborazione individuale lento a cambiare, anche a fronte di nuove evidenze. In pratica, una volta che l'individuo ha formato la propria impressione su un'altra persona, gruppo di persone o andamento del mercato azionario, queste ipotesi iniziali guidano il suo comportamento ed interazioni sociali. Lo psicologo Edwards (1968) dimostrò che gli individui aggiornano le proprie aspettative nella giusta direzione, ma tale aggiornamento ha magnitudine troppo bassa se paragonato al razionale riferimento rappresentato dalle leggi probabilistiche. Applicando il conservatorismo, individui potrebbero, a prescindere dai motivi reali che hanno portato all'annuncio di positivi risultati economici da parte di una certa azienda, considerare tale utile d'esercizio come temporaneo, aggrappandosi ancora a stime ed opinioni sull'azienda che essi avevano condotto prima dell'annuncio. Le evidenze statistiche ex post sono così sottostimate, mentre le analisi e considerazioni effettuate ex-ante assumono (ingiustamente) peso maggiore nel processo cognitivo individuale.

È proprio il processo di ragionamento individuale che ha portato parte della letteratura a ritenere il conservatorismo alla base del fenomeno di underreaction, che verrà descritto a seguire.

3.c Euristiche della Rappresentatività e dell'Ancoraggio

Il procedimento euristico tipicamente cerca la risoluzione di problemi non seguendo un percorso chiaro, bensì affidandosi all'intuito, ignorando le leggi della probabilità e considerando eventi tipici o rappresentativi in base allo stato temporaneo delle circostanze. In particolare, la rappresentatività è un'euristica per cui l'individuo prende decisioni ragionando per analogie, pensando cioè a quanto una certa situazione è rappresentativa con riferimento ad un dato stereotipo che ha in mente (Shefrin, 2000). L'affidamento a stereotipi, è spesso eccessivo e conduce a valutazioni scorrette. Il principio della rappresentatività è stato introdotto da Kahneman e Tversky (1972), sviluppato più approfonditamente da Kahneman, Tversky e dallo psicologo Slovic (1982) e nel corso degli anni a seguire rielaborato da numerosi autori.

In *"Neglected risks: the psychology of financial crises"*, Gennaioli, Shleifer e Vishny applicano tale teoria al mercato finanziario. Per analogia, la stessa spiegazione può essere data con riferimento ad un singolo investitore che valuta le opportunità di crescita di una certa

azienda. Tipicamente, tale investitore si aspetta la crescita nel prezzo delle azioni di una certa azienda perchè questa ha manifestato costanti guadagni nel corso degli anni. In fare questo, l'investitore ignora la probabilità (piuttosto limitata) che un'azienda possa continuare a crescere indefinitamente nel tempo. L'emergere di notizie negative sulla stessa azienda sono considerate relativamente poco importanti, a prescindere dal peso economico o finanziario che tali notizie possano avere sui futuri utili d'impresa. Solo dopo una serie di notizie negative, lo scenario rappresentativo per l'investitore cambia da boom economico a crisi economica. Le news negative, in precedenza sottostimate, tornano ora alla mente dell'investitore e ciò comporta un notevole aumento nella probabilità percepita di una crisi economica. In altre parole, l'investitore reagisce ora in maniera eccessiva ed esagerata.

Nello stesso articolo, gli autori paragonano tale situazione al comportamento dei mercati finanziari americani prima del collasso della grossa banca d'affari *Lehman Brothers*, quando la bancarotta di un'altra importante banca d'investimento (*Bear Stearns*), la frenata del mercato del credito e l'insolvenza di molti possessori di mutui subprime a causa del rialzo dei tassi d'interesse non crearono panico tra gli investitori fino al momento in cui anche il colosso stesso *Lehman Brothers* fu costretto a dichiarare bancarotta invocando il Capitolo 11 della legge fallimentare statunitense.

Un altro fenomeno che è conseguenza dell'euristica della rappresentatività è la "*gambler fallacy*" per cui un operatore economico applica in modo errato la legge dei grandi numeri (Kahneman e Tversky, 1971). Giocando alla roulette, lo scommettitore pensa che, se è uscito il rosso per diverse volte consecutive (per esempio 10) allora è inevitabile che nella prossima giocata esca il nero. Il soggetto pensa che un campione tratto da una popolazione debba avere le stesse caratteristiche della popolazione stessa. Tuttavia, tutto dipende dalla numerosità campionaria. Quando si lancia una moneta per 10 volte si potrebbe ottenere sempre lo stesso risultato (per esempio Croce); se però si lancia la moneta per 100 volte, le sequenze uguali di risultati cominceranno ad equilibrarsi e si otterrà più o meno lo stesso numero di esiti Testa e di esiti Croce. Ciò che accade è quindi che l'individuo tende ad applicare la legge dei grandi numeri a piccoli campioni, invece che a grandi campioni, e prendendo così decisioni errate.

L'elaborazione euristica comporta quindi una sorta di "ancoraggio" a ciò che appare più visibile, impedendo di leggere con dettaglio e più in profondità. In un famoso studio, Strack, Martin e Schwarz (1988), fecero un sondaggio tra alcuni studenti includendo le due domande: "Quando felice sei nella tua vita in generale?" e "Quante volte sei uscito con un/una ragazzo/ragazza nell'ultimo mese?". La correlazione tra le due domande era minima quando queste erano poste agli studenti nell'ordine sopra-citato; la stessa correlazione aumentava drasticamente, a 0.66, quando l'ordine delle domande era invertito. Per spiegare questo,

Daniel Kahneman definì la teoria secondo cui un soggetto tenuto ad esprimere un giudizio (di un “attributo target”) complesso, lo sostituisce con un “attributo euristico” calcolato più semplicemente e tramite una sorta di “scorciatoia mentale”.

Il cosiddetto principio di ancoraggio sta alla base anche dell'illusione monetaria di cui parlò Irving Fischer (1928). L'illusione monetaria impedisce agli operatori economici di rendersi conto con precisione del variare del valore della loro moneta e fa sì che questi confondano quantità nominali e quantità reali. A tal proposito, rilevante fu lo studio di Diamond e Tvesky (1997) che dimostrò come gli individui possano valutare uno stesso problema in modi opposti, a seconda che esso venga presentato in termini reali o nominali.

3.d Euristica della Disponibilità

Per euristica della disponibilità si intende la tendenza ad assegnare maggiori probabilità ad eventi improbabili, ma che richiamano maggiormente la nostra attenzione: ad esempio, se riusciamo ad immaginarci un evento, spesso siamo portati a sovra-stimarne. Anche questa idea venne inizialmente delineata da Kahneman e Tversky (1974). Di conseguenza, nel momento in cui dobbiamo emettere un giudizio probabilistico sulla frequenza di un certo evento, tale giudizio sarà influenzato dal numero di esempi e dalla facilità con cui recuperiamo esempi di quell'evento nella nostra memoria.

3.e Un esempio pratico: la crisi dei mercati azionari di inizio 2016

Il tema di discussione potrebbe sembrare prettamente teoretico e non concreto ma i due fenomeni psicologici suddetti sono in realtà piuttosto diffusi, anche nella realtà attuale. Secondo Riehart e Rogoff (2009), l'investitore soffre della sindrome del “*questa volta è diverso*” e il più delle volte, se non sempre, reagisce con stupore di fronte ad un periodo negativo dei mercati finanziari in quanto non vede analogie con le precedenti situazioni pre-crisi.

Allo stato attuale dei fatti l'economia globale sta cercando di risollevarsi da una delle peggiori crisi economiche della storia, seconda alla sola “Grande Depressione” dei primi anni del ventesimo secolo. Dopo sette anni di rialzo dei mercati ed un 2015 in cui i principali indici azionari hanno battuto vari record, il 2016 si sta però rivelando particolarmente negativo, al punto che alcuni iniziano a dire che una nuova e profonda crisi finanziaria sarebbe in arrivo. Campanelli d'allarme il calo del prezzo del petrolio e delle materie prime ed il crollo dell'indice di Shanghai, che al 25 Aprile 2016 mostrava un rendimento negativo del 13.50%

rispetto ad inizio 2016. I rumors a riguardo arrivano da autorevoli testate giornalistiche, come ad esempio il noto quotidiano britannico “*The Guardian*”: il suo caporedattore, Larry Elliot, avvertì nel Dicembre 2015 che il 2016 sarebbe stato un’annata “vissuta pericolosamente”. A condividere l’opinione di Elliot vi sono anche vari analisti. Tuttavia, restano in molti a considerare tale allarmismo eccessivo. Brad McMillan, *chief investment officer* del *Commonwealth Financial Network*, fa su *Forbes* una serie di osservazioni sull’economia statunitense, volte a sottolineare come la situazione attuale sia differente dai precedenti storici in cui i prezzi azionari sono crollati in misura tale per cui si parlò di crisi finanziaria degli USA. Queste i principali punti dell’articolo di McMillan:

Dal 1929 ad oggi, in 10 casi gli indici azionari hanno avuto ribassi maggiori al 20%

- o nell’80% dei casi si verificò durante una recessione. Tuttavia, egli osserva, l’economia degli Stati Uniti sta continuando a crescere e, nonostante qualche trend di rallentamento, non si trova in recessione.
- o nel 40% dei casi il tutto è avvenuto simultaneamente ad un periodo di crescita nei prezzi delle commodity, che soffocherebbero l’economia e ridurrebbero i profitti delle imprese. Tuttavia, egli osserva, al momento l’economia si trova in una situazione opposta.
- o nel 40% dei casi la Federal Reserve aumentò notevolmente i tassi d’interesse. Una situazione, di nuovo, opposta a quella attuale.

È innegabile che il ragionamento di Brad McMillan possa essere ben fondato e basato su indicatori economici che potrebbero di fatto indicare tutto tranne che un’improvvisa crisi finanziaria simile a quella del 2008. Tra l’altro, è egli stesso ad evidenziare come quanto avvenuto in passato non dia alcuna garanzia di quanto possa avvenire o meno in futuro. L’esempio può tuttavia essere utile nel comprendere la misura in cui quanto avvenuto in passato possa influenzare le stime e previsioni per il futuro.

3.f Underreaction e overreaction

I mercati finanziari si caratterizzano spesso per il verificarsi di fenomeni quali underreaction e overreaction. Con questi due termini si indicano situazioni in cui i prezzi dei titoli azionari sotto-reagiscono o sovra-reagiscono a nuove informazioni rese disponibili nei mercati. È chiaro come il verificarsi di tali fenomeni contraddica l’ipotesi dei mercati efficienti e faccia intuire che investitori competenti e preparati potrebbero essere in grado di ottenere extraprofiti. Parte della letteratura evidenzia come il conservatorismo possa essere una

spiegazione dei fenomeni di underreaction, mentre la rappresentatività potrebbe spiegare fenomeni di overreaction.

Più in dettaglio, per underreaction si intende un fenomeno per il quale i prezzi dei titoli azionari sotto-reagiscono a fronte di una nuova informazione. Questa nuova informazione può essere buona o cattiva, cioè $z_t = B$ o $z_t = C$. Ciò che accade è che il rendimento medio dei titoli nel periodo successivo alla pubblicazione di una buona notizia è superiore al rendimento medio nel periodo successivo alla pubblicazione di una brutta notizia. In formule:

$$E(r_{t+1}|z_t = B) > E(r_{t+1}|z_t = C)$$

Questo può significare che il titolo sottoreagisce alla buona notizia al momento della sua pubblicazione, ma corregge questo errore offrendo rendimenti maggiori in un periodo immediatamente successivo che è generalmente di un anno (Barberis, Shleifer e Vishny, 1998). Tra i contributi più importanti, a dimostrare il fenomeno di under-reaction vi sono stati gli studi di Cutler, Poterba e Summers (1991), Bernard e Thomas (1989) e Jegadeesh e Titman (1993).

Dall'altro lato, per over-reaction si intende un fenomeno per il quale i prezzi dei titoli azionari sovra-reagiscono a fronte di una nuova informazione, muovendosi in maniera eccessiva in reazione ad una serie di news che li riguarda. Accade che il rendimento medio dei titoli nel periodo successivo alla pubblicazione di una serie di buone notizie è inferiore al rendimento medio nel periodo successivo alla pubblicazione di una serie di cattive notizie.

$$E(r_{t+1}|z_t = B, z_{t-1} = G, \dots, z_{t-j} = G) < E(r_{t+1}|z_t = C, z_{t-1} = B, \dots, z_{t-j} = B)$$

Questo può significare che il titolo sovra-reagisce alla serie di buone notizie durante la loro pubblicazione, ma corregge questo errore offrendo rendimenti minori successivamente (Barberis, Shleifer e Vishny, 1998). A documentare casi di over-reaction hanno pensato, tra gli altri, gli articoli di De Bondt e Thaler (1985) e Fama e French (1998).

3.g Herd behavior

L'herd behavior (noto anche come *comportamento imitativo* o *effetto gregge*) è un fenomeno per cui un gruppo di individui agisce in modo analogo, comportandosi come se facessero parti di un branco, pur non avendo nessuna forma di coordinazione o di organizzazione. Tale effetto gregge rappresenta una rilevante critica alla Teoria dei Mercati Efficienti, la quale si basa sull'ipotesi di indipendenza di comportamento degli investitori irrazionali. Se così fosse, infatti, il risultato dell'azione del singolo investitore che si comporta in modo non razionale si annullerebbe con quello degli altri operatori. Tre principali cause sono state individuate alla base del verificarsi di herding behaviors:

1. Presenza di asimmetrie informative (*information-based herding*): differenti set informativi a disposizione di diversi operatori economici possono fare sì che certi operatori non conoscano la qualità delle informazioni e siano quindi influenzati dall'azione di altri operatori. Di fatto, si ha una sorta di conformazione alle decisioni della maggioranza.
2. Volontà da parte dei managers di preservare e migliorare la propria reputazione (*reputation-based herding*): qualora nel mercato vi siano molti operatori con lo stesso tipo di dubbio, l'*herding* diventerebbe la scelta meno pericolosa.
3. Presenza di politiche remunerative per cui il manager riceve un compenso che dipende dai risultati relativi ottenuti dai suoi colleghi (managers di altre imprese) e/o dall'andamento di indici di mercato. Si parla in questo caso di *compensation-based herding*.

CAPITOLO 4

UN APPLICAZIONE DI FINANZA COMPORTAMENTALE

A seguire si cerca di applicare i principi finora analizzati dal punto di vista teorico alla realtà dei mercati finanziari ed in particolare alle operazioni di fusione e acquisizione che tanto sono diventate frequenti con il passare degli anni. In particolare, si delineano le caratteristiche principali di questo tipo di transazione ed i suoi motivi; si cerca di dare qualche cenno storico che provi come le operazioni di concentrazione aziendale siano, per una serie di ragioni, di primaria rilevanza all'interno dei mercati finanziari; sulla base di un articolo di Duchin e Schmidt (2012), si prova ad individuare le ragioni che possano condurre al tipo di transazione in esame anche qualora essa non sia giustificata da evidenti vantaggi economici o da un particolare disegno strategico; si dimostra come l'ipotesi di efficienza dei mercati risulti incoerente con talune evidenze empiriche scoperte dai due autori e come l'opportunismo manageriale e l'*herding behavior*, già illustrato dal punto di vista teorico, siano causa di *M&As* inefficienti. Infine, si descrivono brevemente due plausibili fattori che potrebbero contribuire ad atteggiamenti di *herding* ed *hubris* manageriale: la dinamicità delle compensazioni manageriali e le *stock options*.

4.a Il mercato M&As

Quello delle fusioni e acquisizioni (meglio note come *M&A* o *Mergers and Acquisitions*) è un fenomeno che, negli ultimi decenni, ha raggiunto dimensioni di gran rilievo nelle economie mondiali. Ad aiutare l'intensità della loro propagazione e la complessità degli accordi raggiunti hanno senza dubbio contribuito la globalizzazione dei mercati ed il progresso tecnologico. La loro rilevanza ha portato molti accademici e professionisti del settore ad indagare da diverse prospettive questa complessa tematica. Una fusione o acquisizione, in linea teorica, rappresenta una transazione conveniente in cui le parti coinvolte, tramite lo scambio o l'integrazione di capacità, migliorano la posizione competitiva dell'impresa acquisita o dell'impresa acquirente o ancora delle due imprese unificate, consentendo di conseguire o rafforzare un vantaggio competitivo. Secondo Sicca e Napolitano (2001), le operazioni di fusione e acquisizione rappresentano una modalità di sviluppo dimensionale potenzialmente in grado di offrire numerosi vantaggi: attraverso di esse l'impresa può raggiungere gli obiettivi di crescita in tempi più brevi perchè ottiene l'immediata disponibilità di un'impresa già operante sul mercato, può accedere rapidamente a risorse, capacità e competenze utili a fronteggiare la crescente pressione competitiva e superare barriere all'entrata a volte molto consistenti per l'ingresso in nuovi mercati.

4.b Le merger waves

In particolare negli Stati Uniti, le operazioni *M&As* si sono sviluppate attraverso cinque "grandi ondate" (Gaughan, 2014), delle quali le prime quattro rientrano nel secolo compreso tra il 1897 e il 1989 (1897-1904, 1916-1929, 1965-1969, 1984-1989) e l'ultima ha avuto inizio a fine anni Novanta. A seguito si descrivono brevemente i fattori che hanno condotto ad ognuna delle singole ondate e si illustrano le conseguenze che queste hanno comportato nella struttura dei mercati finanziari.

- La prima grande ondata, manifestatasi a cavallo tra fine Ottocento ed inizio Novecento, si collega allo sviluppo di nuovi settori produttivi quali il settore chimico, elettrico, petrolifero e dei trasporti. Il 78.3% delle transazioni fu di tipo orizzontale, mentre solo il 12% fu di tipo verticale ed il 9.7% fu di tipo verticale ed orizzontale allo stesso tempo. Queste operazioni modificarono la struttura del mondo industriale americano e portarono alla creazione di monopoli. Nelson (1953) affermò che secondo alcune stime, durante questa ondata circa 3000 imprese sparirono a seguito di

operazioni di concentrazione aziendale: di esse, circa il 75% venne assorbita in consolidamenti che riguardavano cinque o più imprese e il rimanente 25% in operazioni che coinvolgevano dieci o più imprese.

- La seconda ondata iniziò intorno al 1916 e terminò con il celeberrimo "Black Thursday" del 29 ottobre 1929. Se il precedente ciclo fu riassunto con il termine "merger for monopoly", questo secondo ciclo venne riassunto da Stigler (1950) con il termine "merger for oligopoly". L'ondata fu facilitata dalla cooperazione tra imprese che ebbe luogo al termine della Prima Guerra Mondiale, a fronte degli incoraggiamenti del governo statunitense alla collaborazione tra imprese. In questa fase, gran parte delle concentrazioni aziendali furono di tipo verticale e le economie di scala erano la principale causa di tali transazioni.
- La terza ondata corrisponde ad un periodo storico, gli anni Sessanta, di forte espansione economica. La legislazione antitrust, tuttavia, impediva alle aziende di intraprendere processi di acquisizione o fusione con altre aziende operanti nello stesso settore. L'unica alternativa fu quindi l'acquisto di organizzazioni operanti in settori differenti. E' per questo che gli anni Sessanta si caratterizzarono per una serie di operazioni straordinarie di tipo conglomerale. I cc.dd. conglomerati sono gruppi economici formati da controllate operanti in più settori produttivi.
- Segno distintivo della quarta ondata è il ruolo predominante svolto da particolari metodi di acquisizione ed operazioni straordinarie, quali le cc.dd. *hostile takeovers* (o scalate ostili), le *operazioni di leverage* e le cc.dd. *going private transactions*. Le strategie di acquisizioni divennero quindi più sofisticate e, di conseguenza, un ruolo importante nella gestione dei *deals* venne svolto da banche di investimento. Un'ulteriore particolarità del periodo in esame fu il metodo di finanziamento: si ricorreva all'indebitamento, così che società di piccole dimensioni furono in grado di guardare a società più grandi come target.
- La quinta ondata iniziò nel 1992. A differenza della precedente fase, il numero di hostile takeovers fu considerevolmente minore. Lo scopo principale delle operazioni di concentrazione aveva natura strategica (espansione in nuovi mercati, conseguimento di sinergie, ecc.) piuttosto che finalità finanziarie. A differenza dei periodi precedenti, negli anni Novanta le acquisizioni *cross-border* sul valore complessivo aumentò in misura esponenziale e le imprese nazionali mostrarono attitudine all'internazionalizzazione.

Queste fasi esprimono un andamento ciclico, in cui a periodi di intensa concentrazione si alternarono anni di scarsa attività, ed hanno contribuito in modo decisivo alla trasformazione

dell'industria americana da sistema frammentato tra moltissime piccole-medie imprese all'attuale configurazione costituita da centinaia di grandi imprese multinazionali. I numerosi studi offerti dalla letteratura sul tema sono principalmente riconducibili a tre filoni di analisi (Benfratello, 2001).

1. Un primo filone pone in evidenza le motivazioni di tipo reale e si concentra sull'obiettivo di massimizzazione del profitto realizzabile attraverso il conseguimento di efficienze di costo (generato da economie di scala e di scopo) e l'aumento del potere di mercato che ne deriva
2. Un secondo filone è volto a indagare come l'obiettivo di massimizzazione della funzione di utilità dei manager può rappresentare un motivo dominante delle acquisizioni e si concentra quindi sulla separazione tra proprietà e controllo.
3. Un terzo filone considera le imprese target delle concentrazioni come gestite in modo inefficiente; in tale contesto, l'acquirente ritiene che, mediante la sostituzione del management, la gestione d'azienda possa essere migliorata (si parla, nel mondo anglosassone, di *market for corporate control*)

In linea generale, il contributo più importante agli studi di acquisizioni e fusioni è stato dato dagli studiosi di economia politica e finanza aziendale, le ricerche dei quali sono volte ad approfondire da cosa derivano gli extra profitti derivanti dai processi di concentrazione aziendale. Tuttavia, a prescindere dalle differenze e nei postulati teorici e nelle metodologie utilizzati dagli accademici delle due scuole, nessuna delle due è finora riuscita ad offrire spiegazioni soddisfacenti agli scostamenti di performance che si osservano all'avvenire del tipo di transazioni in esame.

4.c Che cosa guida le *merger waves*?

È innegabile come ognuna delle cinque ondate possa essere stata causata da un insieme fattori del tutto differenti tra loro. Tuttavia, la letteratura si è chiesta per molto tempo se tali fattori potessero essere ricondotti a due o più principi di carattere più generale. Un quadro di insieme generale, che ha risposto a molte delle domande degli studiosi, è stato fornito da Jarrad Harford in "*What drives merger waves?*" (2005). L'autore riconduce a due principali ipotesi le innumerevoli cause per cui le ondate di operazioni di consolidamento ebbero luogo.

La prima è la cosiddetta *neoclassical hypothesis*, secondo cui sono le condizioni generali dell'economia a condurre a processi di ristrutturazione aziendale. *Shocks* di carattere tecnologico, regolatorio o economico all'interno dell'ambiente in cui opera una certa industria portano le singole aziende parte dell'industria ad intraprendere i tipi di operazione in esame.

Ciò sulla base del presupposto che, a seguito di tali operazioni, l'azienda possa essere meglio in grado di creare valore per gli azionisti e intraprendere un processo di crescita. Mitchell e Mulherin (1996) precisarono infatti che *shocks economici* sarebbero in grado di motivare certe società ad espandersi ulteriormente così da poter soddisfare la crescente domanda aggregata proveniente dal mercato, *shocks tecnologici* potrebbero cambiare drammaticamente il contesto di riferimento di una certa industria, talvolta addirittura portando alla nascita di nuove industrie, mentre *shocks regolatori* potrebbero comportare l'eliminazione di barriere che in precedenza avevano prevenuto il verificarsi di certe combinazioni aziendali.

La seconda è la cosiddetta *behavioral hypothesis*, secondo la quale sussiste una correlazione positiva tra prezzo delle azioni e attività di fusione e acquisizione. Tale correlazione positiva si spiega alla luce del fatto che gli offerenti (di qui in poi chiamati *bidders*) approfittano di prezzi azionari temporaneamente non in linea con i corrispondenti valori fondamentali. Di qui in poi si parlerà di *misvaluation* ad indicare tale incoerenza tra prezzo di un titolo e suo valore fondamentale. Secondo la behavioral hypothesis tale *misvaluation* causa un mercato rialzista (*bull market*) in cui bidders utilizzano azioni sovra-valutate per acquisire società (cosiddette *società target*) sotto-valutate. Tale ipotesi viene supportata negli articoli di Shleifer e Vishny (2003) e Rhodeskropf e Viswanathan (2004). Detto in altre parole, accade che i bidders adottano un comportamento opportunistico e cercano di vendere alle società target azioni di valore inferiore al loro valore fondamentale. Secondo Harford, vi sono due ragioni principali che portano il management delle società target ad accettare tali offerte

1. I managers potrebbero avere obiettivi di breve periodo all'interno della società in cui operano. Di fatto, non essendo interessati alla crescita d'impresa e alla sua performance nel medio-lungo periodo, sono disposti ad accettare l'equity offerto dal bidder anche se palesemente sopra-valutato.
2. I managers potrebbero non avere un set informativo completo, di conseguenza sovrastimando le sinergie che si verranno a creare post-operazione di concentrazione aziendale.

La misvaluation hypothesis con riferimento a fusioni ed acquisizioni rappresenta una valida evidenza empirica di inefficienza dei mercati (Dong, Hirshleifer, Richardson and Teoh; 2006).

4.d I fallimentari M&As durante merger waves ed il problema di agenzia

Come accennato, il management aziendale potrebbe comportarsi in maniera opportunistica e prendere decisioni di investimento che non hanno l'obiettivo di massimizzare il valore per gli azionisti nel lungo periodo. Talvolta, i managers gestiscono l'impresa facendo i propri interessi e, come risultato, potrebbero prendere decisioni a scapito degli investitori (Shleifer e Vishny, 1991).

Per aumentare la propria reputazione e prestigio, il manager potrebbe ad esempio cercare di massimizzare la dimensione dell'impresa. Negli anni Settanta, ad esempio, aziende come *Gulf and Western* o *ITT*, guidati da potenti CEO, divennero enormi conglomerati tramite una politica di acquisizioni senza un chiaro disegno strategico e motivate invece dal desiderio del CEO di costruire un "impero" industriale (Damodaran, 2006). È per questo che dagli anni Ottanta in poi furono implementati, in particolare negli Stati Uniti, meccanismi di controllo dell'operato del management da parte degli shareholders. È intuitivo che fintanto che le decisioni che contano sono prese da soggetti guidati da motivi di *self-interest*, le conseguenze per le società coinvolte in termini di creazione o distruzione di valore per gli azionisti saranno con più probabilità negative. È questo che venne dimostrato da un importante studio di Duchin e Schmidt (2012), che mostrò come fusioni ed acquisizioni che avvengono durante le *merger waves* conducano a transazioni inefficienti. L'articolo è volto, in particolare, ad illustrare le conseguenze che le *merger waves* hanno sugli incentivi manageriali e sul valore ex-post delle imprese che hanno preso parte all'operazione di concentrazione aziendale. Ma ancora più importante, come si illustra a seguire, viene provato che, nonostante buona parte dei processi di ristrutturazione aziendale durante una merger wave risultino inefficienti, i rendimenti post-annuncio non differiscano a seconda che la fusione o acquisizione abbia avuto luogo durante una *merger wave* o meno. Chiaramente, ciò va a mettere in discussione gli studi di Fama sull'efficienza del mercato ed in particolare contraddice quanto la cosiddetta "forma forte" di efficienza dei mercati sostiene.

Usando un campione di 9854 fusioni dal 1980 al 2009, gli autori individuano tre cause alla base della proliferazione di comportamenti opportunistici durante le grandi ondate.

1. Bassa qualità delle previsioni degli analisti e quindi maggiore incertezza
2. Minore possibilità di turnover del CEO a fronte della performance post-ristrutturazione aziendale
3. L'assetto di governance degli acquirenti in-wave è più debole di quello degli acquirenti out-wave

Per arrivare alla prima conclusione, gli autori formulano due ipotesi. La prima è che la qualità delle analisi di una potenziale fusione o acquisizione diminuisca all'aumentare del numero di fusioni o acquisizioni che stanno avendo luogo nel mercato. Questo in quanto l'accuratezza delle previsioni degli analisti sarebbe inversamente proporzionale (e l'incertezza direttamente proporzionale) al numero di aziende ed industrie che gli stessi sono tenuti a seguire ed analizzare, come sostenuto da Clement (1999) e Clement e Tse (2005). L'ipotesi alternativa è che precedenti e attuali *M&As deals* forniscano preziose informazioni agli analisti; alla luce di ciò, le analisi risulterebbero più accurate e meno incerte. Per capire se le grandi ondate siano di fatto accompagnate da maggiore incertezza, gli autori analizzano le dispersioni ed errori nelle analisi degli analisti, la volatilità implicita ricavata osservando i prezzi delle opzioni che vengono scambiate e stimano la volatilità dei rendimenti utilizzando un modello GARCH (*Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*). I risultati confermarono la prima ipotesi: la volatilità implicita era 4.4% maggiore durante le ondate di *M&As* mentre la dispersione (opportunitamente normalizzata) delle previsioni degli analisti si rivelò il 20.9% maggiore. Questi risultati valgono sia quando l'incertezza è misurata considerando le singole industrie, sia quando ad essere prese in considerazione sono le singole aziende.

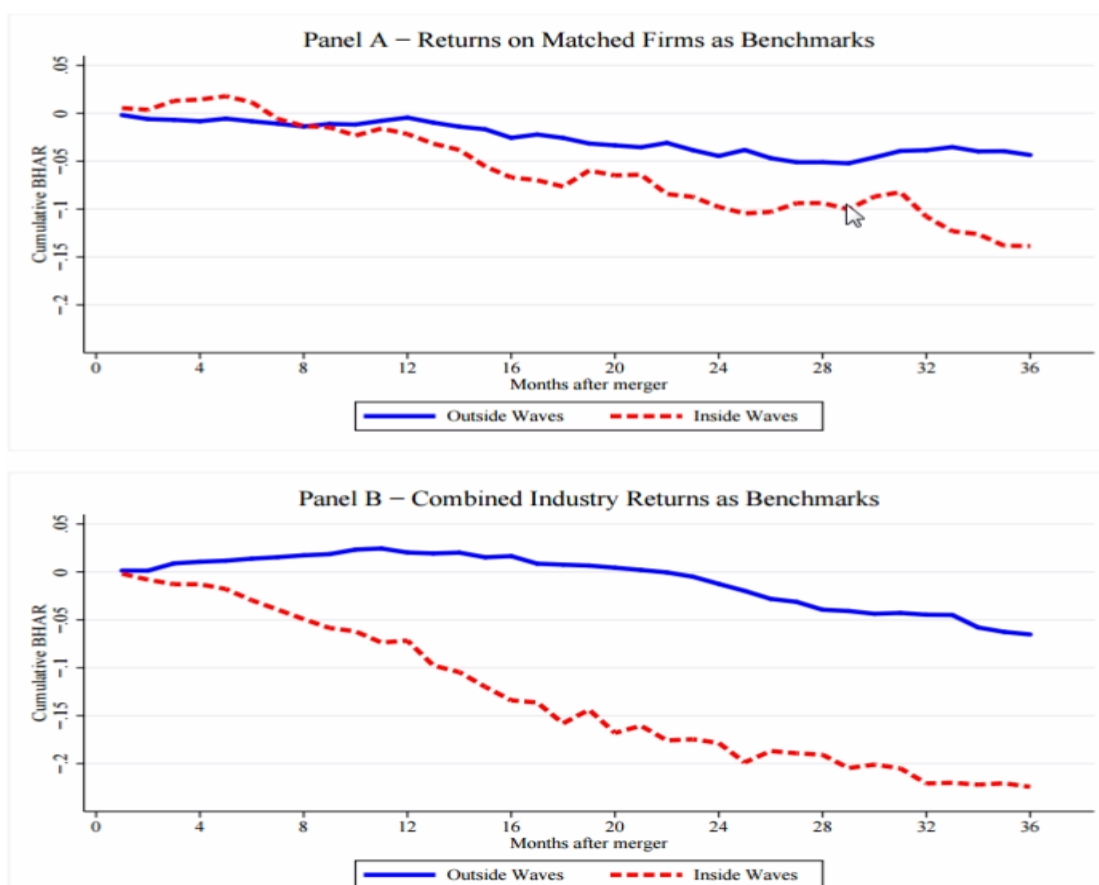
Per giungere alla seconda conclusione, Duchin e Schmidt cercano di scoprire se, in caso il processo di fusione o acquisizione si dovesse rivelare fallimentare in termini di creazione di ricchezza per gli azionisti, i managers vengano valutati ex-post più favorevolmente quando anche altri managers si trovano nella stessa situazione. L'idea è tratta da un lavoro di Scharfstein e Stein (1990), che mise in luce come il lavoro del manager venga valutato non solo sulla base delle sue decisioni di investimento ma anche sulla base di un confronto tra la sua performance e quella dei suoi "pari" (i managers di altre aziende). Il famoso proverbio "mal comune, mezzo gaudio" si dimostrò valido anche nel contesto di valutazione della performance manageriale a seguito di un processo di concentrazione aziendale: qualora, a causa di una qualche imprevedibile circostanza, molte delle operazioni di fusione ed acquisizione all'interno di una certa ondata di *M&As* si siano rivelate distruttrici di ricchezza, il singolo manager avrebbe la chance di condividere il risultato (o, usando le parole degli autori, "*share the blame*") con altri managers. Per testare questa ipotesi, i due autori analizzano la probabilità che vi sia ricambio del management (*management turnover*) a seguito di un'operazione di concentrazione aziendale fallimentare. Il loro punto di partenza fu un articolo di Lehn e Zhao (2006) che mostrò come sussista una relazione positiva tra scarsa performance di *M&As* e turnover manageriale. Duchin e Schmidt conducono le loro ricerche analogamente a Lehn e Zhao, ma con uno scopo che presentava una sottile differenza rispetto a Lehn e Zhao: cercano di scoprire se la relazione positiva tra scarsa performance di *M&As* e

turnover manageriale abbia magnitudine inferiore quando il processo di concentrazione aziendale avviene durante una *merger wave*. La risposta è affermativa: turnover del management e performance di fusioni ed acquisizioni presentano una correlazione positiva significativamente minore quando il processo ha luogo all'interno di *merger waves*. Le tre conclusioni evidenziano la seguente dinamica.

- La bassa qualità delle previsioni degli analisti e l'elevato livello di incertezza durante un'ondata di M&As riducono l'efficacia delle azioni di monitoring degli shareholders su tali operazioni di ristrutturazione.
- Di conseguenza, il numero di fusioni ed acquisizioni completato aumenta a fronte della presenza di incentivi che favoriscono il verificarsi di comportamenti opportunistici del manager. Verosimilmente, infatti, i managers si preoccupano dell'impatto di lungo periodo che operazioni di fusione o acquisizione fallimentari possono avere sulla loro reputazione e carriera (Fama, 1980; Lazear e Rosen, 1981). Da una parte, se a seguito del processo di *M&A* i rendimenti della società risultante sono positivi, il manager verrà premiato; dall'altra, il fatto che durante una *merger wave* decisioni di investimento che si dovessero rivelare fallimentari per una qualche ragione non andrebbero ad influire in modo negativo su carriera e reputazione del manager, "*as acquirers share the blame of unsuccessful mergers with other managers*" (Duchin e Schmidt, 2012), fa sì che le cc.dd. grandi ondate siano caratterizzate da fusioni ed acquisizioni meno efficienti e nelle quali, più che la creazione di ricchezza per gli azionisti, a prevalere è la distruzione di ricchezza.

Brillantemente, Duchin e Schmidt paragonano tutto questo ad una situazione in cui dei criminali sono meno a rischio di cattura in periodi in cui l'elevato tasso di criminalità all'interno di un paese limita considerevolmente le capacità delle forze dell'ordine. La *figura B* (Duchin e Schmidt, 2012) mostra la misura sostanziale in cui la performance di lungo periodo della società acquirente (per ogni mese a partire dal primo, fino al trentaseiesimo) differisce a seconda che l'acquisizione avvenga durante una *merger wave* o meno.

FIGURA B (Duchin e Schmidt, 2013).



In termini percentuali e tenendo conto delle differenze tra aziende, le società acquirenti mostrano *in-wave performance* annualizzate che sono in media 4.65-6.25% più basse rispetto alle *out-wave performance* di altre società. La *in-wave performance* operativa, misurata in termini di ROA, risulta invece 0.75-2.14% più bassa rispetto alla *out-wave performance*.

Nonostante le differenze di rendimento illustrate siano marcate, gli autori non notarono differenze significative nei rendimenti post-annuncio di una operazione di ristrutturazione aziendale tra fusioni e acquisizioni che sono avvenute durante una *merger wave* e fusioni e acquisizioni che non sono avvenute durante una *merger wave*. Anzi, al contrario, sebbene non sia statisticamente significativo, è stato riscontrato un maggior rendimento post-annuncio per operazioni avvenute durante *merger waves*. Duchin e Schmidt provano a spiegare questo fatto affermando che gli investitori possano non essere in grado di riconoscere un sistematico peggioramento nella qualità delle operazioni di fusione e acquisizione che hanno luogo durante le *merger waves*. A prescindere da quale di fatto sia la ragione di ciò, si intuisce come in particolare l'ipotesi di Fama circa la "forma forte" di efficienza dei mercati venga messa in ulteriore discussione dal mispricing post-annuncio di *M&As*. Infatti, da una parte le performance post-acquisizione differiscono significativamente a seconda del periodo in cui

l'operazione viene conclusa; dall'altra, la versione "forte" della Teoria di Efficienza del Mercato sostiene che l'investitore non possa ottenere extraprofitti nemmeno utilizzando informazioni interne, in quanto queste trapelano rapidamente e sono incorporate dai prezzi. Le due affermazioni sono incoerenti tra loro: se anche le informazioni interne fossero incorporate immediatamente dai prezzi, annunci di in-wave merger finalizzati non alla luce di un palese vantaggio economico di cui la società potrebbe godere ma piuttosto alla luce di un'azione rischiosa ed opportunistica intrapresa dal management, dovrebbero corrispondere ad una reazione negativa del prezzo dei relativi titoli azionari. Tuttavia questo non avviene. Tale evidenza potrebbe chiarire perché i numerosi studi relativi alla reazione del prezzo di un titolo a fronte di una nuova informazione si siano basati per lo più sulla versione debole e sulla versione semi-forte della Teoria dei Mercati Efficienti, mentre la versione forte non è stata ritenuta abbastanza consistente con quanto avvenuto nei mercati finanziari nel corso degli anni.

A partire da questa terza conclusione, i due autori sono portati a porsi un'ultima domanda: se i managers durante le *merger waves* sono intenzionati ad intraprendere *M&As* a prescindere dalle sue possibilità di successo, si osserverà un più debole assetto di governance per acquirenti *in-wave* rispetto all'assetto di governance degli acquirenti *out-wave*? Misurando la "forza" della corporate governance di una certa organizzazione tenendo conto dei più diversi indicatori (composizione del CdA, percentuale di amministratori indipendenti all'interno del CdA, incentivi e bonus a favore CEO, possibilità di effettuare monitoring da parte degli azionisti, ecc.) i due autori danno una risposta affermativa alla domanda.

4.e Herding manageriale alla base di M&As fallimentari

Un'altra osservazione effettuata da Duchin e Schmidt è che le *merger waves* sono spesso associate a fenomeni di *managerial herding* e *managerial hubris*. Mentre il primo è già stato illustrato dal punto di vista teorico, il secondo rappresenta semplicemente un modo alternativo di definire l'overconfidence del manager (anch'essa già illustrata).

In primo luogo, la scoperta fu che un buon numero di *M&As* rivelatisi distruttrici di valore per la società acquirente si verificava a causa della tendenza dei managers a imitare il comportamento dei colleghi. Il punto di partenza dei due autori fu un articolo di Persons e Warther (1997), che illustrarono la dinamica con cui il *managerial herding* ha luogo:

- Una *merger wave* inizia con una serie di transazioni di fusione o acquisizione (effettuate da parte dei cosiddetti *early adopters*) che si rivelano positive in termini di

creazione di valore. Persons e Warther definiscono questa fase con il termine “*experiential learning*”.

- Il successo di queste operazioni fa sì che managers di altre imprese siano influenzati positivamente e decidano di intraprenderle a loro volta
- Transazione efficiente dopo transazione efficiente, si ha un aumento della probabilità che le operazioni in questione siano intraprese non tanto a fronte di un particolare disegno strategico d'impresa o allo scopo di raggiungere un vantaggio competitivo nei confronti dei concorrenti, ma, piuttosto, a fronte di un irrazionale volontà che porta il management a imitare quanto i soggetti economici di altre imprese hanno già fatto.
- I managers continueranno ad imitare i predecessori fintanto che questi ultimi non presenteranno una performance sufficientemente negativa da sfiduciarli ad intraprendere ulteriori operazioni di concentrazione aziendale. La chiara conseguenza dello studio di Persons e Warther sarebbe che le acquisizioni aventi luogo all'inizio di una *merger wave* presenterebbero rendimenti maggiori rispetto a quelle aventi luogo nella fase finale di una *merger wave*.

E, di fatto, lo studio empirico di Duchin e Schmidt dimostrò che era proprio ciò che accadeva con riferimento ad i rendimenti delle acquisizioni effettuate durante una *merger wave*.

In secondo luogo, è anche il cosiddetto *managerial hubris* a contribuire all'insuccesso di numerose operazioni di *M&As*. Si è già definita l'*overconfidence* come l'atteggiamento di un individuo che agisce con immotivato ottimismo, tende a sopravvalutare la probabilità di successo e a perseguire obiettivi esagerati e temerari (Hiller e Hambrick, 2005). In particolare, secondo una serie di studi, nel contesto di un'operazione di concentrazione aziendale il manager è portato, spesso, a sovrastimare la creazione di sinergie e quindi di valore. Egli è infatti fiducioso nelle proprie abilità e competenze al punto da ritenere di essere in grado di gestire in maniera più efficiente gli *assets* della società *target* rispetto al management che sta al momento operando. Questo tipo di atteggiamento è stato perfino etichettato con il termine "*corporate social irresponsability (CSI)*" (Dagnino, Minà e Picone, 2014). Una conseguenza pratica di ciò, ad esempio, potrà essere che il CEO paghi un eccessivo *premium price* di acquisizione, poiché è convinto dei risultati positivi che l'operazione potrà comportare. A dimostrazione di come il manager possa essere tentato ad intraprendere comportamenti opportunistici nell'ambito di *M&As*, amplificando il problema di agenzia management/azionisti, intervenne anche l'articolo di Harford e Li “*Decoupling CEO Wealth and Firm Performance*” (2007). Gli autori esplorarono la relazione tra le politiche di remunerazione dei managers delle aziende acquirenti e le performances azionarie delle società da questi gestita. La scoperta fu che anche a fronte di acquisizioni che hanno causato

performance azionarie negative e quindi distruzione di ricchezza per gli azionisti, nel 75% dei casi il *bidder CEO* vedeva comunque aumentare la propria remunerazione. Di fatto, la remunerazione del CEO si dimostrò insensibile al calo del prezzo delle azioni. Questa scoperta da una spiegazione a ciò che molti studiosi avevano in precedenza sostenuto: gran parte delle acquisizioni distrugge valore per la società acquirente (Loughan e Vijh, 1997; Moeller, Schlingemann e Stulz, 2004). Allo stesso tempo, la scoperta dimostra che l'idea degli azionisti per cui il CEO con remunerazione *stock-based* non sarà propenso ad attuare comportamenti opportunistici poichè eventuali crolli del prezzo delle azioni societarie si rifletterebbero in un calo della sua compensazione non è necessariamente corretta. In particolare, quanto appena citato non si verifica in presenza di remunerazioni dinamiche del CEO, che possono variare a seguito di un'acquisizione: infatti un'operazione di fusione o acquisizione, verosimilmente, causa un aumento delle dimensioni d'impresa e potrebbe essere un presupposto usato da CEO e CdA per ottenere un aumento di stipendio e per richiedere che tale stipendio sia meno sensibile alle performances nei primi anni che seguiranno all'operazione di acquisizione. La ricerca empirica di Harford e Li portò dunque a concludere che, come già anticipato da Bliss e Rosen (2001), a seguito di un'operazione di concentrazione aziendale i CEOs acquirenti "staranno meglio" rispetto a come stavano prima a prescindere dal risultato di tale transazione. L'articolo in questione assume quindi particolare rilevanza in quanto evidenzia una delle ragioni per cui il self-interest manageriale, di fatto, esiste e sta alla base degli episodi di *herding e hubris* manageriale stessi.

4.f Stock-based compensation come causa di herd e hubris manageriali

È a partire dagli anni '90 che si realizzò come gli schemi di retribuzione, in presenza dei costi di agenzia fissati dai mercati manageriali e dai sistemi di incentivazione, abbiano un impatto rilevante nelle dinamiche e nell'andamento dei compensi (Zona, 2013). La conseguenza fu che il livello complessivo di retribuzione dei CEO delle società quotate, che includeva bonus in forma di denaro, benefit vari, stock option ed ogni incentivazione su base azionaria (le cc.dd. *stock based compensations*) aumentò notevolmente, passando nel giro di soli 8 anni (1992-2000) da 2335 a 6549 milioni di dollari. Non essendo sempre scontato che il manager si comporti come gli azionisti vorrebbero, l'utilizzo di strumenti "stock based" ha la funzione di allineare gli obiettivi dei manager con quelli degli azionisti.

A prescindere da quanto esposto nell'articolo di Harford e Li (con riferimento alla dinamicità delle remunerazioni manageriali), viene naturale porsi la domanda: come è possibile che anche tali tipi di remunerazione possano causare comportamenti manageriali non coerenti con

l'obiettivo di massimizzazione del valore per gli azionisti? È un recente articolo di Dylan Minor (2016), pubblicato in *Harvard Business Review*, a spiegare come remunerazioni manageriali sotto forma di *stock option* possano causare ciò. Lo studio cerca di capire se i CEOs tendano a comportarsi diversamente a seconda che ad essi siano assegnate *stock options* (che avrebbero solo pro) o azioni ordinarie (che avrebbero pro, ma anche contro). Infatti, tipicamente una *stock option* prevede un *payoff* per colui che la detiene qualora il valore dell'impresa cresca; di conseguenza, il manager è premiato nel momento in cui l'organizzazione da lui gestita crea ricchezza, ma non viene penalizzato a fronte di performances negative. Dall'altro lato, assegnando azioni ordinarie al manager si è certi che egli verrà compensato in misura maggiore solo se l'impresa sta effettivamente creando ricchezza e, a fronte di performance negative, anche la remunerazione del manager sarebbe inferiore. L'autore vuole capire se comportamenti più rischiosi sono incoraggiati in presenza di compensi sotto forma di equity costituiti in gran parte da *stock options*. Minor ha calcolato un "pay-ratio" dato dal rapporto tra il valore della remunerazione del CEO costituita da stock options ed il valore totale della remunerazione del CEO sotto forma di equity. Tale indice andrà quindi da P=0 (quando la remunerazione in forma di equity è costituita da solo azioni) a P=1 (quando la remunerazione in forma di equity è costituita da solo stock options). Analizzando il comportamento delle 2500 aziende più grandi degli Stati Uniti negli ultimi 12 anni, egli scopre che i CEOs aventi struttura di compensazione tale per cui P=1 tendevano a subire con più frequenza investigazioni da parte della *United States Securities and Exchange Commission* (SEC); in particolare, questo avveniva a causa di una differenza tra i redditi d'impresa dichiarati ed i redditi d'impresa di fatto prodotti. Tale differenza si rivelò il 50% più grande quando la compensazione dei CEOs aveva P=1 rispetto a quando P=0. Inoltre, secondo l'autore, se P=1 il CEO tenderebbe ad infrangere le leggi in materia ambientale con maggiore probabilità.

Lo studio di Dylan Minor evidenzia una possibile causa di comportamenti opportunistici del CEO: la presenza di remunerazioni sotto forma di equity erogate per la maggior parte come *stock options*, e in misura minore come azioni. In situazioni di questo tipo, il manager sarà infatti ancora più propenso al rischio. Il peso delle stock options all'interno della retribuzione manageriale si va quindi ad unire alla dinamicità delle remunerazioni descritta da Harford e Li (2007): insieme, questi due fattori chiariscono come anche remunerazioni *stock-based* possano rivelarsi insufficienti a disincentivare i managers ad intraprendere azioni rischiose e guidate non tanto dalla razionalità e da una ben chiara strategia, ma dai cosiddetti *managerial hubris and herding*.

CONCLUSIONE

All'interno del sistema economico, il mondo finanziario rappresenta uno dei contesti piú complessi. Per molti anni gli studi di finanza si sono basati su un paradigma di derivazione neoclassica: la finanza tradizionale. Essa si basa su una serie di pilastri fondamentali, come la Teoria dell'Utilità Attesa, l'ipotesi di efficienza del mercato e il CAPM. È a partire dagli anni Settanta che gli ambienti accademici e professionali riscontrano fenomeni anormali a cui la finanza tradizionale non seppe dare una risposta. Iniziò così a delinearsi un nuovo filone di ricerca: la Finanza Comportamentale. Sua principale caratteristica è il carattere empirico e la volontà di applicare principi comportamentali intrinseci nell'essere umano (e studiati tipicamente in ambito psicologico, sociologico ed antropologico) al mondo dei mercati finanziari. È questo che porta Thaler (1993) a definire la Finanza Comportamentale come una finanza *open-minded*.

La Teoria dei Prospetti formulata nel 1979 da Kahneman e Tversky mostrò come talora, l'individuo sia portato a seguire metodi decisionali basati sull'intuizione e sulla semplicità, piuttosto che su un ragionamento strategico e razionale e pose così una forte critica alla Teoria dell'Utilità Attesa. Gli autori definirono una serie di modelli che, prendendo le mosse dalla psicologia cognitiva, esemplificano al meglio le anomalie che caratterizzano il funzionamento dei mercati finanziari. Ne fanno parte l'overconfidence, l'underreaction e l'overreaction, le euristiche della rappresentatività, dell'ancoraggio e della disponibilità, il conservatorismo, *l'herding behavior* (descritte in precedenza) ma anche l'avversione per l'ambiguità, la teoria del rimpianto e la teoria dei compartimenti mentali, qui non descritte in quanto ritenute di minore rilevanza con riferimento all'applicazione pratica considerata.

La parte pratica di questo lavoro ha illustrato come anche il fenomeno delle fusioni ed acquisizioni, che negli ultimi anni ha raggiunto dimensioni considerevoli, rifletta i concetti teorici descritti da Kahneman e Tversky. In particolare, dopo una dettagliata descrizione e qualche cenno storico sulle operazioni di concentrazione aziendale, nell'ottica della Finanza Comportamentale si è evidenziata una delle cause per cui l'ipotesi di efficienza dei mercati è stata accantonata con il passare degli anni e sono stati illustrati due elementi intrinseci nelle remunerazioni del manager d'impresa che sono causa di atteggiamenti di *hubris* ed *herding*.

BIBLIOGRAFIA

Banz, R.W., 1981. The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18.

Barberis, N.C., 2013. Thirty Years of Prospect Theory in Economics: A Review and Assessment. *Journal of Economic Perspectives*, 27(1), 173-196.

Barberis, N., Shleifer, A., e Vishny, R.W., 1998. A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 307-343.

Baron, M., e Xiong, W., 2016. Credit Expansion and Neglected Crash Risk. *Unpublished manuscript*.

Benfratello L. (2001), *Determinanti ed effetti delle fusioni ed acquisizioni: un'analisi sulla base delle notifiche alle autorità antitrust*. L'Industria, vol. XXII(3), 469-500.

Bernard V.L., e Thomas, J.K., 1989. *Journal of Accounting Research*, 27, 1-36.

Bhabra, H., Dillon, U., e Ramirez, G., 1999. A November effect? Revisiting the tax-loss-selling hypothesis. *Financial Management*, 28(4), 5-15.

Bliss, R.T., e Rosen, R., 2001. CEO compensation and bank mergers. *Journal of Financial Economics*, 61(1), 107-138.

Cooper, A.C., Dunkelberg, W.C., e Woo, C.Y., 1988. Entrepreneurs' perceived chances for success. *Journal of Business Venturing*, 3(2), 97-108.

Cutler, D., Poterba, J., Summers, L., 1991. Speculative dynamics. *Review of Economic Studies*, 58(3), 529-546.

De Bondt, W., e Thaler R., 1985. Does the stock market overreact?. *The Journal of Finance*, 40(3), 793-805.

Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S., e Teoh, S.H., 2006. Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market?. *The Journal of Finance*, 61(2), 725-762.

Duchin, R., e Schmidt, B., 2012. Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring, and bad acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 107(1), 69-88.

Edward, W., 1968. Conservatism in human information processing. In: Kleinmütz, B. (Ed.), *Formal Representation of Human Judgement*. John Wiley and Sons, New York, 17-52.

Elliot, L., 2015. *2016 will be a year of living dangerously for the global economy*. Londra: The Guardian, Disponibile su <<http://www.theguardian.com/business/2015/dec/27/living-dangerously-2016-light-fuse-impending-explosion-global-economy>> [Data di accesso: 30/05/2016].

Fama, E., 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Fama, E.F., 1980. Agency problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.

Fama, E., e French, K., 1998. Value versus Growth: the intensional evidence. *The journal of Finance*, 53(6),1975-1999

Garber, P.M., 1989. Tulipmania. *The Journal of Political Economy*, 97(3), 535-560.

Gaughan, P.A., 2014. *Corporate Financial Restructuring*. Wiley Custom: 5th edition.

Gennaioli, N. e Shleifer, A., 2010. What comes to mind. *Quarterly Journal of Economics*, 125(4), 1399-1433.

Gennaioli, N., Shleifer, A. e Vishny R.W., 2012. Neglected risks, financial innovation, and financial fragility. *Journal of Financial Economics*, 104(3), 452-468.

Gennaioli, N., Shleifer, A. e Vishny, R., 2014. Neglected Risks: The Psychology of Financial Crises. *American Economic Review*, 105(5), 310-314.

Harford, J., 2004. Decoupling CEO Wealth and Firm Performance: The Case of Acquiring CEOs. *The Journal of Finance*, 62(2), 917-949.

Harford, J., 2005. What drives merger waves?. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 529-560.

Harris, L., Gurel, E., 1986. Price and Volume Effects Associated with Changes in the S&P 500 List: New Evidence for the Existence of Price Pressures. *The Journal of Finance*, 41(4), 815-829.

Jahanzeb, A., Muneer, S. e Saif-ur-Rehman, 2012. Implication of Behavioral Finance in investment decision-making process. *Business and Management Review*, 2(8), 01-04.

Jegadeesh N. , Titman S. , 1993. Returns to buying winners and selling losers: implication for stock market efficiency, *The Journal of Finance*, 48(1), 65-91.

Kahneman, D. e Frederick, S., 2005. A Model of Heuristic Judgement. *The Cambridge Handbook of Thinking and Reasoning*. Cambridge: Cambridge University Press. 267-293.

Kahneman, D., e Tversky, A., 1974. Judgement under uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), 1124-1130.

Kahneman, D., e Tversky, A., 1979. Prospect Theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-261.

Kahneman, D., e Tversky, A., 1992. Advance in Prospect Theory: cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4), 297-323.

Jacobs, B.I., e Levy, K.N., 1989. Calendar anomalies: Abnormal returns at calendar turning points. *Financial Analysts Journal*, 44(6). 28-39.

Lakonishok J., e Smidt, S., 1988. Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective, *Review of Financial Studies*, 1(4), 403-425.

Lehn, K., e Zhao, M., 2006. CEO turnover after acquisitions: are bad bidders fired? *The Journal of Finance*, 61(4), 1759-1811.

Lintner, G., 1998. Behavioral finance: Why investors make bad decisions. *The planner*, 13(1), 7-8.

McMillan, B., 2016. *Are we headed for another financial crisis like 2008?*. New York City: Forbes, Disponibile su <<http://www.forbes.com/sites/bradmcmillan/2016/01/12/are-we-headed-for-another-financial-crisis-like-2008/#5b2e983553af>> [Data di Accesso: 30/05/2016]

Minor, D., 2016. CEOs with lots of stock options are more likely to break laws. Harvard Business Review. Disponibile su <<https://hbr.org/2016/05/ceos-with-lots-of-stock-options-are-more-likely-to-break-laws>> [Data di Accesso: 01/06/2016]

Mitchell M.L., e Mulherin, J.H., 1996. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of Financial Economics*, 41(2), 193-229.

Napolitano, M.R., 2003. *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*. Pubblicazioni DASES: Dipartimento di Analisi dei sistemi economici e sociali Università degli Studi del Sannio.

Sicca L., Napolitano M.R. (2003), "I confini dell'impresa e le strategie di acquisizione e fusione", in Sicca L., *La gestione strategica dell'impresa. Concetti di base e strumenti di analisi competitiva*, Padova, Cedam, 151-164.

Olsen, R., 1998. Behavioral finance and its implications for stock price volatility. *Financial Analysts Journal*, 54(2), 10-18

Persons, J.C., Warther, V.A., 1997. Boom and Bust patterns in the adoption of Financial Innovations. *The Review of Financial Studies*, 10(4), 939-967.

Rhodes-Kropf, M., e Viswanathan, S., 2004. Market evaluation and merger waves. *The Journal of Finance*, 59(6), 2685-2718.

Rienhart, C.M., e Rogoff, K.S., 2009. The aftermath of financial crises. *American Economic Review*, 99(2), 466-472.

Rozeff, M., e Kinney, W., 1976. Capital market seasonality: the case of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 379-402.

Scharfstein, D.S., e Stein, J.C., 1990. Herd behavior and Investment. *The American Economic Review*, 80(3), 465-479.

Shefrin, H., 2000. *"Beyond Greed and Fear"*. Princeton University Press.

Shiller R., 1981 , "The Use of Volatility Measures in Assessing Market Efficiency", *The Journal of Finance* , 36(2), 291–304.

Shiller R.J., 2000. *Irrational Exuberance*. Second edition. Princeton University Press: Princeton, New Jersey.

Shleifer, A., e Vishny, R.W., 2003. Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 295-311.

Slovic, P., 1969. Analyzing the Expert Judge: a Study of Stockbroker's Decision Process. *Journal of Applied Psychology*, 53(4), 255-263.

Slovic, P., 1972. Psychological Study of Human Judgement: Implication for Investment Decision Making. *Journal of Finance*, 27(4), 779-799.

Slovic, P., Fischhoff, B., e Lichtenstein, S., 1984. Behavioral decision theory perspectives on risk and safety. *Acta Psychologica*, 56(1-3), 183-203.

Strack, F., Martin, L.L. e Schwarz,N., 1988. Priming and communication: Social determinants of information use in judgments of life satisfaction. *European Journal of Social Psychology*, 18(5), 429-442.

Zona, F., 2013. *La remunerazione manageriale: un'indagine conoscitiva*. Prima Edizione. Milano: Egea. 15-16