

Ingo Fender

(+41 61) 280 9458  
ingo.fender@bis.org

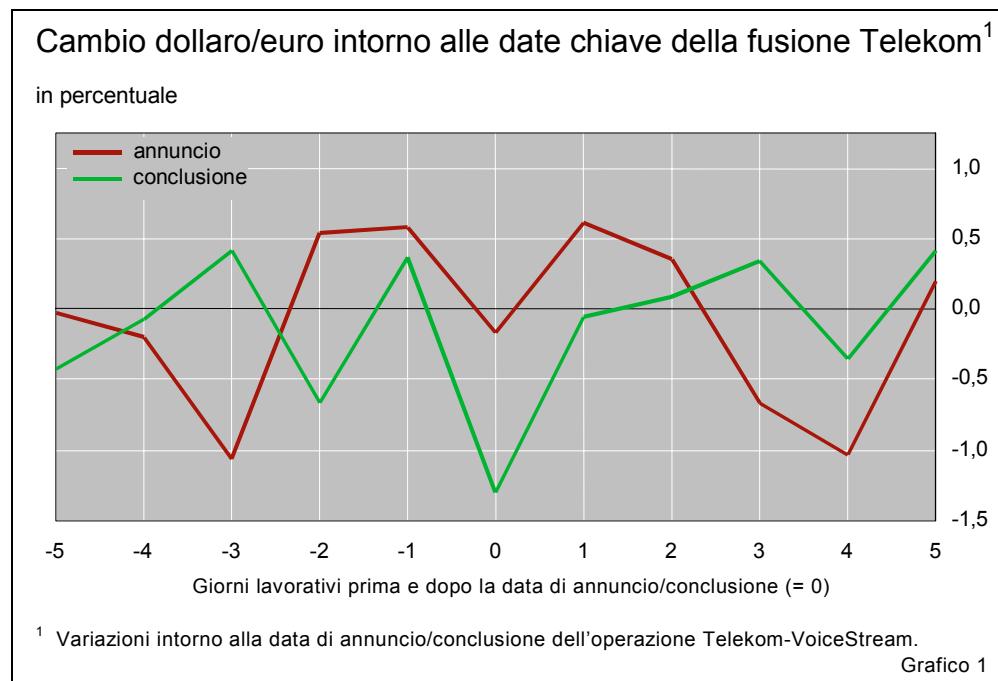
Gabriele Galati

(+41 61) 280 8923  
gabriele.galati@bis.org

## L'impatto sul cambio dollaro/euro delle fusioni e acquisizioni transatlantiche<sup>1</sup>

Il 19 luglio 2000, allorché si è avuta notizia dell'imminente acquisizione dell'operatore di telefonia mobile statunitense VoiceStream da parte della tedesca Deutsche Telekom per un controvalore in azioni e in contante di \$53 miliardi, l'euro si è svalutato rispetto al dollaro dell'1,06%, una variazione notevole per essere su base giornaliera. Nel giorno dell'annuncio ufficiale, il 24 luglio, la moneta europea è ancora scesa dello 0,17%, per poi deprezzarsi ulteriormente del 2,94% nei dieci giorni seguenti. A operazione conclusa, il 31 maggio 2001, l'euro aveva perso circa l'1,30% del proprio valore in dollari (grafico 1).

Fusioni societarie transatlantiche di elevato profilo



<sup>1</sup> Gli autori desiderano ringraziare Angelika Donaubauer e Marian Micu per l'eccellente supporto analitico. Le opinioni da essi espresse in questo saggio monografico non coincidono necessariamente con quelle della BRI.

Le notizie di fusioni e acquisizioni (F&A) internazionali hanno avuto notevole spazio nel dibattito pubblico. Ciò è spiegato non solo dalle dimensioni enormi di alcune operazioni di alto profilo, come la suddetta incorporazione di VoiceStream, ma anche dal loro potenziale impatto sui rapporti di cambio<sup>2</sup>. Negli ultimi anni le analisi di mercato hanno spesso citato il continuo flusso di capitali collegato a F&A dall'area dell'euro agli Stati Uniti come una possibile causa delle pressioni sulla moneta europea. Non è tuttavia ancora chiaro quale sia il reale impatto di tali operazioni, dato che il volume giornaliero delle contrattazioni sul mercato valutario si misura in migliaia di miliardi di dollari<sup>3</sup>. Inoltre, non poche acquisizioni sono regolate, almeno in parte, mediante trasferimento di azioni e non di denaro, e non hanno quindi conseguenze dirette sulle transazioni a pronti in cambi.

L'influsso sui cambi può esercitarsi attraverso tre canali

Questo saggio monografico esamina in che misura le F&A transatlantiche<sup>4</sup> si siano accompagnate a variazioni nel tasso di cambio dollaro/euro durante il periodo dal 1° gennaio 1999 al 30 settembre 2001. Tre ipotesi vengono di regola avanzate per spiegare il potenziale impatto delle F&A internazionali sul rapporto di cambio: l'effetto di regolamento valutario, l'effetto di portafoglio e l'effetto di annuncio. Nel presente lavoro gli autori verificano se l'ultimo di questi effetti trova conferma nei dati inerenti alle F&A transatlantiche e forniscono inoltre una certa evidenza della prima ipotesi.

L'analisi è articolata nel modo seguente: la prima sezione presenta alcuni dati di fondo sulle F&A transatlantiche e sul cambio dollaro/euro dal 1999 al 2001; la seconda descrive la meccanica basilare delle F&A internazionali; la terza infine applica la metodologia empirica e fornisce l'evidenza di un effetto statisticamente significativo degli annunci di F&A sul cambio dollaro/euro, mostrando inoltre che la portata di tale effetto è indipendente dalle modalità di finanziamento dell'operazione, un riscontro che non è coerente con l'effetto di regolamento valutario.

L'analisi porta a concludere che la direzione e il volume delle F&A transatlantiche sono in linea con il rafforzamento del dollaro sull'euro fra il 1999 e il 2000. Per converso, sembrerebbe che il recente netto calo del volume medio mensile delle nuove F&A annunciate rispetto ai livelli record dell'anno scorso possa essere messo in relazione con un indebolimento del dollaro.

---

<sup>2</sup> Le grandi operazioni di F&A, come quella fra Telekom e VoiceStream, possono avere un'incidenza notevole in termini di finanziamenti correnti. Nei conti finanziari del maggio 2001 la BCE registrava deflussi netti relativamente ampi di investimenti diretti, stimati in €40,4 miliardi. Il regolamento finale dell'operazione Telekom-VoiceStream, valutato in \$27,1 miliardi (€31,9 miliardi), rappresenta quindi circa il 78% di tali deflussi netti. Cfr. BCE (2001).

<sup>3</sup> La più recente indagine triennale delle banche centrali stima in \$1 210 miliardi il valore medio giornaliero delle contrattazioni sui tradizionali mercati dei cambi nell'aprile 2001. Cfr. BRI (2001b).

<sup>4</sup> Per F&A transatlantiche si intendono le fusioni e acquisizioni internazionali fra società con sede nell'area dell'euro e negli Stati Uniti.

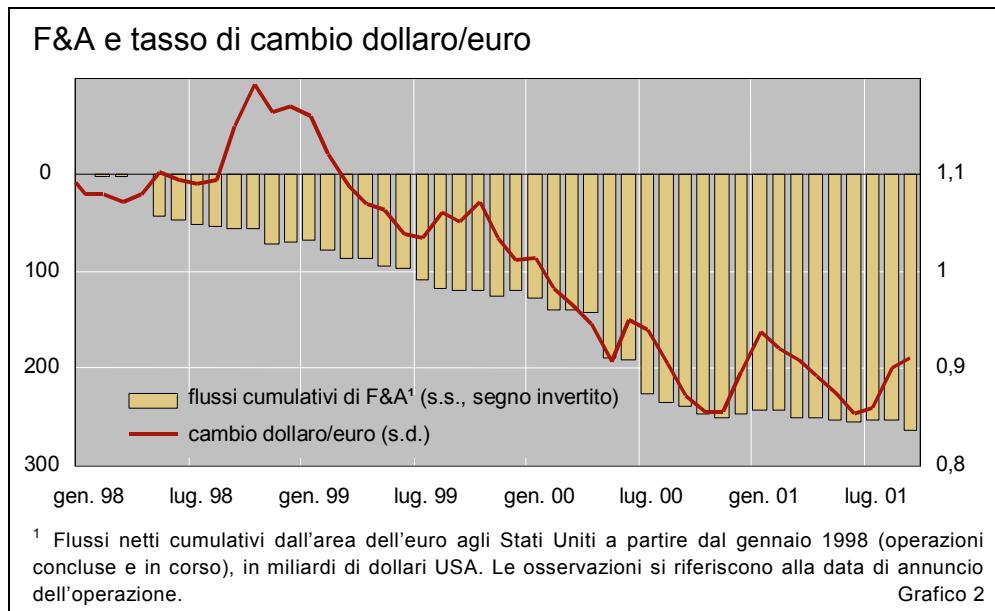
## Alcune considerazioni di base sulle F&A e sul cambio dollaro/euro

La forza del dollaro nel periodo compreso fra metà anni novanta e metà 2001 è stata di solito attribuita alle migliori prospettive di crescita a medio termine degli Stati Uniti rispetto alle altre economie. Secondo questa ipotesi, le revisioni nelle aspettative del mercato riguardo ai differenziali di crescita fra le tre principali aree valutarie in una prospettiva di uno-due anni appaiono sostanzialmente coerenti con le variazioni dei tassi di cambio<sup>5</sup>. Nel 1999, e ancor più nel 2000, tali aspettative sembrano aver indotto un costante flusso di investimenti di portafoglio verso gli Stati Uniti, che ha sostenuto il corso del dollaro.

Le attese di una migliore performance economica degli Stati Uniti nel medio periodo si sono tendenzialmente tradotte anche in ampi investimenti diretti esteri (IDE) verso il paese, di riflesso all'intensa attività internazionale di F&A. In effetti, negli ultimi anni le operazioni di questo tipo sono divenute un'importante componente dei flussi finanziari internazionali. Nel 2000 il valore totale delle F&A transfrontaliere è salito a \$1 100 miliardi, con un aumento di quasi il 50% sull'anno precedente. Gli afflussi netti di capitali negli Stati Uniti connessi con F&A annunciate sono ammontati a \$217 miliardi, equivalenti al 2,3% del PIL del paese. Nel medesimo periodo l'area dell'euro ha fatto registrare deflussi netti per F&A annunciate pari a \$278 miliardi e deflussi lordi per \$395 miliardi<sup>6</sup>. La protracta debolezza della moneta europea rispetto al dollaro nel 1999 e nel 2000 è pertanto in linea con il continuo flusso di capitali collegato a F&A dalla zona dell'euro agli Stati Uniti (grafico 2)<sup>7</sup>.

Le prospettive di crescita relativa favoriscono gli investimenti netti di portafoglio ...

... e quelli diretti dall'estero verso gli Stati Uniti



<sup>5</sup> Cfr. BRI (2001a).

<sup>6</sup> Cfr. Montgomery et al. (2001).

<sup>7</sup> Cfr. BRI (2001a) e *The Economist* (2000).

## La meccanica delle F&A transfrontaliere

Tre ipotesi sono di regola avanzate per spiegare il potenziale impatto sui tassi di cambio delle fusioni societarie transfrontaliere: l'effetto di regolamento valutario, l'effetto di portafoglio e l'effetto di annuncio. Qui di seguito si verifica se la terza ipotesi, l'esistenza di un effetto di annuncio, sia sorretta dai dati empirici.

Effetto di regolamento valutario ...

La prima ipotesi, l'effetto di regolamento valutario delle F&A, postula che soltanto i flussi valutari effettivi avrebbero rilevanza ai fini delle variazioni di cambio. In virtù di tali flussi, l'acquisizione di una società USA da parte di un'impresa europea accresce la domanda di dollari in contropartita di euro, influenzando così il rapporto di cambio delle due monete.

Affinché l'effetto di regolamento valutario si esplichi, i pagamenti connessi con una F&A devono essere regolati in denaro e transitare per il mercato dei cambi (a pronti). Pertanto, l'impatto di una F&A sul tasso di cambio viene interamente a dipendere dal tipo di finanziamento dell'operazione, il quale può essere realizzato ricorrendo a liquidità disponibili, al collocamento di strumenti debitori e all'assunzione di crediti bancari, all'emissione e/o trasferimento di azioni, ovvero a una combinazione di questi canali<sup>8</sup>. E sebbene tutte le predette forme di finanziamento, salvo l'ultima, comportino pagamenti in denaro, questi possono non dar luogo a transazioni sul mercato dei cambi nella misura in cui la società incorporante finanzia la F&A nella moneta del paese della società acquisita<sup>9</sup>.

... effetto di portafoglio ...

La seconda ipotesi, che coesiste con quella incentrata sui flussi di cassa, presume un effetto di equilibrio di portafoglio (o effetto di stock), affermando che le F&A transatlantiche generano un aumento del volume netto desiderato delle esposizioni in dollari rispetto a quelle in euro. Se gli averi denominati in dollari e in euro non sono succedanei perfetti, gli investitori vanno compensati con un rendimento atteso superiore. Ciò richiede a sua volta un aggiustamento del tasso di cambio tale da portare i rendimenti attesi in linea con la nuova composizione del portafoglio. L'effetto delle F&A sui rapporti di cambio attraverso questo canale dipende in modo cruciale dalla misura in cui le posizioni in cambi sono coperte. Tuttavia, essendovi scarse informazioni disponibili sulle operazioni di copertura, l'ipotesi in questione è assai difficile da verificare empiricamente.

... ed effetto di annuncio

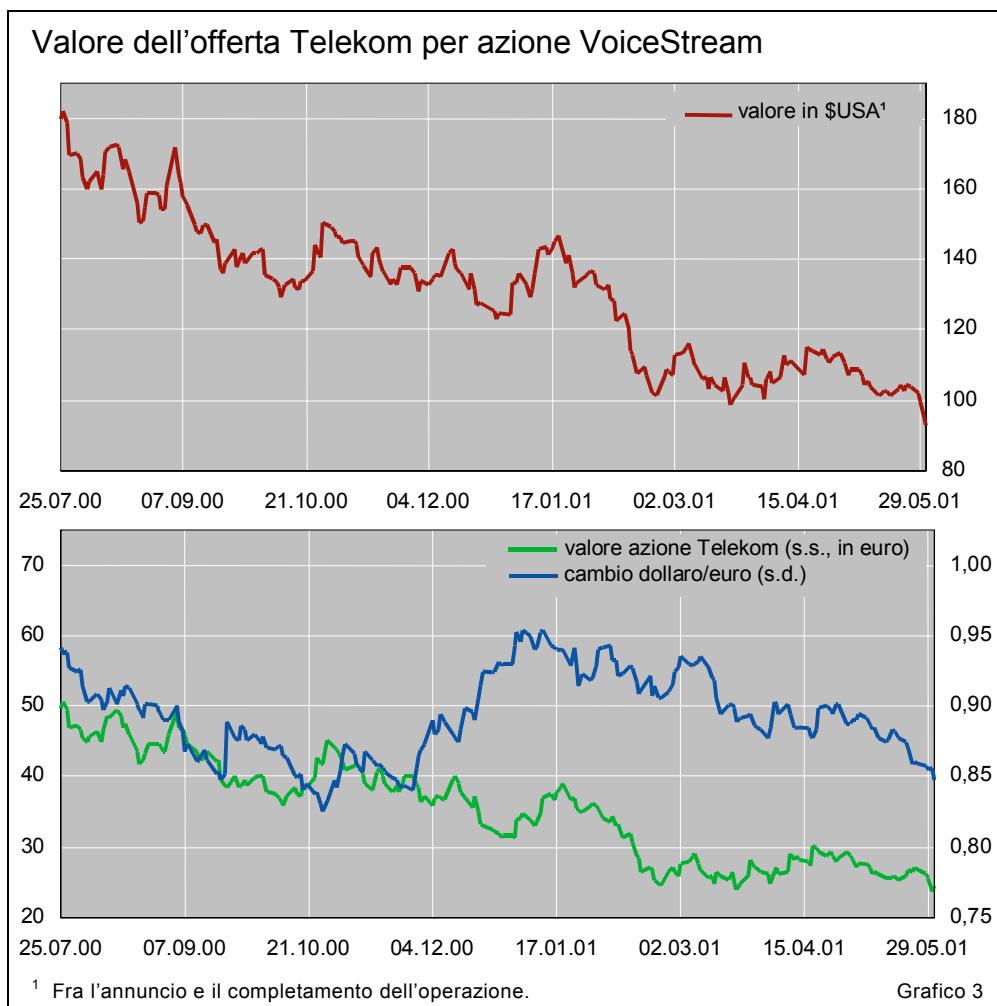
La terza ipotesi circa il modo in cui le F&A transfrontaliere possono influenzare i tassi di cambio si basa sull'idea che gli effetti siano generati dal semplice annuncio dell'operazione, piuttosto che dal suo completamento e regolamento. Questo canale potrebbe operare in due modi. Anzitutto, il cambio

---

<sup>8</sup> Lo scambio di azioni nel quadro di F&A, pur non comportando un immediato pagamento in denaro, può comunque generare effetti indiretti connessi con il riflusso delle azioni. Tale riflusso dipende a sua volta dalle decisioni di portafoglio degli investitori e dalla misura in cui il ricavato della vendita delle azioni viene eventualmente rimpatriato.

<sup>9</sup> Questo aspetto ha particolare rilevanza per gli Stati Uniti e l'area dell'euro, data la presenza di mercati liquidi degli strumenti di debito societari.

reagirebbe all'annuncio di una F&A in quanto gli operatori si premurano di assumere posizioni in vista di una futura pressione al rialzo sulla valuta (effetto di aspettativa). L'annuncio può inoltre essere letto come segnale delle prospettive di crescita nelle aree valutarie in questione (effetto segnaletico), ossia come indicatore della forza potenziale di un'economia rispetto all'altra, specie se il flusso delle nuove operazioni si muove coerentemente nella stessa direzione (grafico 2). In virtù di queste due componenti dell'effetto di annuncio, i tassi di cambio possono variare anche se una nuova operazione annunciata non comporta nell'immediato regolamenti valutari a pronti e a prescindere dalle specifiche strategie di finanziamento.



Per quanto concerne l'effetto di aspettativa, va detto che le previsioni circa le future transazioni in cambi sono complicate da un notevole grado di incertezza, poiché le cifre rese note al momento dell'annuncio possono discostarsi in misura sensibile dall'effettivo ammontare finale dell'operazione. L'acquisizione della società VoiceStream da parte della Deutsche Telekom è un esempio pertinente anche a questo riguardo. Secondo le condizioni iniziali dell'offerta di acquisto, la società statunitense era valutata a circa \$53 miliardi (€57,6 miliardi), di cui \$7,8 miliardi pagabili in contante. Alla data del

Valore dell'operazione e modo di finanziamento possono cambiare nel tempo

completamento l'operazione ammontava a \$27,1 miliardi (€31,9 miliardi), un importo inferiore di circa il 49% alla cifra originariamente prevista, regolato in contante nella misura di \$4,6 miliardi (grafico 3)<sup>10</sup>. Tuttavia, nonostante la forte diminuzione del valore e della componente monetaria in sede di regolamento finale, l'operazione aveva comunque un peso notevole in termini di finanziamento di conto corrente<sup>11</sup>. Questo esempio evidenzia quindi come le grandi F&A siano in grado di produrre effetti rilevanti sul tasso di cambio attraverso i flussi valutari da esse generati. L'esempio però indica anche che le informazioni riguardanti l'importo complessivo di una data operazione e la sua componente in contante possono variare sensibilmente nel tempo. Ciò condiziona la capacità degli operatori di prevedere correttamente il volume dei connessi flussi di capitale e, di conseguenza, anche gli effetti di annuncio generati dall'operazione.

### Metodologia empirica e stime

La scarsa disponibilità di dati rende difficile l'analisi empirica dei tre summenzionati effetti sul cambio prodotti dalle F&A, soprattutto perché non sono sempre ottenibili informazioni sull'effettivo finanziamento di una data operazione e sulle connesse posizioni di copertura. La mancanza di dati dettagliati sui movimenti di portafoglio non consente pertanto di appurare in modo accurato la rilevanza specifica degli effetti di stock e di flusso. Per contro, è possibile utilizzare i dati relativi all'annuncio di F&A transatlantiche per verificare la terza ipotesi, ossia per stabilire l'esistenza di un effetto di annuncio. Inoltre, una certa evidenza indiretta sul ruolo del regolamento valutario può essere ottenuta esaminando se gli effetti di annuncio variano a seconda del modo in cui l'operazione è finanziata, cioè in funzione della componente di cassa.

L'analisi empirica della relazione fra il tasso di cambio dollaro/euro e l'annuncio di F&A transatlantiche è basata su una serie di dati con osservazioni giornaliere delle operazioni effettuate fra gli Stati Uniti e l'area dell'euro. La serie, ricavata da Bloomberg, copre le F&A annunciate nel periodo da gennaio 1999 a fine settembre 2001 e fornisce il valore totale espresso in dollari USA, nonché informazioni sulle modalità di finanziamento per le operazioni di importo superiore a \$100 milioni. La tabella 1 riporta alcuni dati di base sulle operazioni comprese nella serie statistica utilizzata. Nel periodo

---

<sup>10</sup> Il 20 luglio 2000, allorché si sono apprese le condizioni del progetto di incorporazione, l'offerta di 3,2 azioni Telekom più \$30 in contante per ogni azione VoiceStream valutava la società USA a circa \$53 miliardi. Il 24 luglio, giorno dell'annuncio ufficiale, il valore complessivo dell'operazione era sceso a \$46,5 miliardi, a causa della perdita di circa il 15% subita dalle azioni Telekom rispetto alla quotazione di chiusura del 19 luglio (€60,4). Poco prima del completamento dell'operazione, il 31 maggio 2001, l'offerta prevedeva 3,7 azioni Telekom più \$15,90 per ogni azione VoiceStream, per un valore totale di \$27,1 miliardi. Cfr. *Financial Times* (2000, 2001).

<sup>11</sup> Cfr. sopra e BCE (2001).

Flussi inerenti a F&A fra Stati Uniti e area dell'euro <sup>1</sup>								
	Flussi di capitali verso gli Stati Uniti				Flussi di capitali verso l'area dell'euro			
	Numero operazioni		Valore operazioni		Numero operazioni		Valore operazioni	
	Totale	di cui: con regolamento in contante (%)	Media (mio di \$)	Totale (mdi di \$)	Totale	di cui: con regolamento in contante (%)	Media (mio di \$)	Totale (mdi di \$)
1999	154	51,3	715	89,2	147	42,9	240	40,0
2000	234	44,0	778	176,4	133	31,6	330	50,1
2001	111	49,5	360	35,2	92	50,0	195	18,9

<sup>1</sup> Tutte le operazioni concluse e in corso. Per il 2001, da gennaio a fine settembre.

Fonte: Bloomberg.

Tabella 1

considerato si sono avute 499 acquisizioni di società USA da parte di imprese dell'area dell'euro, contro 372 acquisizioni nella direzione opposta. La tabella presenta inoltre alcuni dati sintetici sulla dimensione delle operazioni.

La metodologia empirica consiste nel regredire le variazioni logaritmiche del cambio dollaro/euro ( $XR$ ) sui suoi movimenti passati, sul logaritmo del valore contestuale e differito nel tempo delle F&A ( $M$ ), nonché su alcune altre variabili esplicative ( $X$ )<sup>12</sup>. La formulazione applicata distingue i flussi di F&A in base alla loro direzione. Al fine di discernere l'effetto dell'annuncio di F&A da quello di notizie su grandezze macroeconomiche apparse nello stesso giorno, per ognuna delle due aree economiche è stata inclusa una variabile addizionale per tenere conto di tali notizie. A tale scopo sono state scelte le componenti non attese degli indici pubblicati dal NAPM (associazione dei responsabili degli acquisti delle imprese manifatturiere USA) e dall'Ifo (Istituto tedesco di ricerca economica), che sono seguiti attentamente dagli operatori in cambi<sup>13</sup>. Infine, per controllare gli effetti connessi con un particolare giorno della settimana, fra le variabili esplicative è stata inclusa una dummy per ciascuno dei giorni.

$$\Delta \log XR_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^5 \alpha_{1,i} \Delta \log XR_{t-i} + \sum_{i=0}^5 (\beta_{EUR,i} \log M_{t-i} + \beta_{US,i} \log M_{t-i}) + \sum_{i=0}^5 \gamma_i X_i + \varepsilon_t$$

L'equazione è stata stimata utilizzando i tassi di cambio spot a New York alle ore 12 locali. La tabella 2 riporta i principali risultati. Si è riscontrato che i coefficienti dei flussi USA di F&A in entrata e in uscita sono di segno corretto. Pertanto, l'annuncio di acquisizioni di società USA da parte di imprese europee ha fatto apprezzare il dollaro rispetto all'euro, mentre le acquisizioni di società europee hanno in media sorretto l'euro. Tuttavia, mentre il contestuale impatto

Significatività statistica degli effetti di annuncio

<sup>12</sup> In tutto il presente saggio il cambio dollaro/euro è espresso in termini di dollari per unità di euro.

<sup>13</sup> Il numero delle variabili macro è stato limitato per evitare problemi di quasi-collinearità dovuti alle molte variabili esplicative. Le equazioni costruite con altre variabili non hanno modificato i principali risultati. Per un'analisi del ruolo delle notizie macroeconomiche sul cambio euro/dollaro, cfr. Galati e Ho (2001).

sul cambio dollaro/euro delle F&A transatlantiche aventi per oggetto società americane risulta statisticamente significativo al livello 6%, le operazioni in senso opposto non evidenziano effetti di cambio statisticamente significativi. Inoltre, i coefficienti cumulativi delle F&A contestuali e con cinque periodi di lag presentano un'elevata significatività per i flussi diretti verso gli Stati Uniti. L'effetto corrispondente delle acquisizioni di società europee da parte di imprese USA, pur essendo di segno giusto, anche in questo caso non appare statisticamente significativo. I risultati della regressione indicano che la rilevanza economica dell'impatto degli annunci di F&A è mediamente modesta. Tuttavia, gli effetti stimati sul cambio dollaro/euro prodotti da operazioni di grandissimo ammontare possono essere cospicui<sup>14</sup>.

Stime degli effetti delle F&A sul cambio dollaro/euro								
gennaio 1999 - settembre 2001								
	Lag	Coefficiente	t-stat	Livello signif.	Lag	Coefficiente	t-stat	Livello signif.
Flussi verso l'area dell'euro	0	0,118	1,23	0,22	0 - 5	0,346	1,55	0,12
Flussi verso gli Stati Uniti	0	- 0,157	- 1,89	0,06	0 - 5	- 0,481	- 2,52	0,01
Indice NAPM	0	- 0,972	- 1,36	0,17	0 - 5	0,377	0,22	0,82
Indice Ifo	0	4,551	5,04	0,00	0 - 5	7,857	3,28	0,00

La variabile dipendente entra nell'equazione di regressione sotto forma di differenza logaritmica, i valori delle F&A come livelli logaritmici e le variabili notizie nella loro forma originaria  $X_k$ . Coefficiente =  $\beta^* 10^3$ .  $R^2$  corretto = 0,09. Tabella 2

Considerati nel loro insieme, i risultati fanno apparire una certa asimmetria nel modo in cui le F&A influiscono sul cambio dollaro/euro, oltre che una persistenza degli effetti di annuncio connessi con l'acquisto di società americane.

Il passo successivo è consistito nell'analizzare più in dettaglio il contenuto delle F&A annunciate. Come già detto, la meccanica di queste operazioni fa ritenere che la portata dell'effetto di annuncio dipenda dalle loro caratteristiche specifiche, fra cui l'ammontare e i modi di finanziamento. Utilizzando i dati sulla componente cassa/azioni di ciascuna operazione inclusa nella serie statistica, si è dapprima verificato se la reazione del tasso di cambio all'annuncio dipendeva dal tipo di regolamento, cioè dal fatto che vi fossero o meno trasferimenti di denaro. A questo scopo, all'equazione di regressione sono state aggiunte due variabili dummy (una per ogni direzione dei flussi), che assumevano valore 1 allorché l'operazione comportava il trasferimento di denaro e valore 0 in caso contrario. Come alternativa, è stata costruita una seconda equazione comprendente variabili di interazione alle quali è stato attribuito un valore uguale all'ammontare dell'operazione quando vi è

Il modo di finanziamento non sembra influire ...

<sup>14</sup> La tabella 2 indica che \$1 miliardo di F&A transatlantiche aventi per oggetto una società USA comporta un apprezzamento del dollaro rispetto all'euro pari allo 0,11%. L'offerta della Deutsche Telekom per l'acquisto di VoiceStream, del valore di \$46,5 miliardi il giorno dell'annuncio, implica pertanto un apprezzamento del dollaro dello 0,169%, che corrisponde alla variazione di +0,17% osservata il 24 luglio 2000.

trasferimento di denaro e valore 0 in caso contrario. I risultati empirici ottenuti per entrambe le equazioni indicano che la scelta del mezzo di regolamento non condiziona in misura statisticamente significativa l'effetto delle F&A sul tasso di cambio dollaro/euro<sup>15</sup>.

Si è quindi proceduto a verificare se l'impatto delle F&A transatlantiche sia variato in funzione del loro ammontare, ossia se le cosiddette megafusioni abbiano prodotto effetti addizionali. A tal fine è stata stimata un'altra regressione, con variabili dummy per ciascuna direzione dei flussi che assumevano valore 1 quando l'importo dell'operazione supera \$1 miliardo e valore 0 in caso contrario<sup>16</sup>. In una formulazione alternativa sono state impiegate variabili di interazione. Anche in questo caso nessuna delle due equazioni ha fornito l'evidenza di un significativo effetto dimensionale.

... né risulta un effetto addizionale dovuto alle megafusioni

Infine, si è indagato se l'impatto dell'annuncio di F&A sia mutato nell'ultima parte del 2000, allorché sono diminuiti nettamente i flussi netti verso gli Stati Uniti<sup>17</sup>. Poiché i test di Chow indicavano la presenza di una discontinuità strutturale a fine agosto 2000, le principali equazioni di regressione sono state nuovamente stimate sul periodo settembre 2000–fine settembre 2001. I risultati, riportati nella tabella 3, mostrano che – diversamente da quanto constatato per l'intero periodo gennaio 1999–settembre 2001 – gli annunci di acquisizioni di società dell'area dell'euro da parte di imprese USA hanno avuto in media un impatto positivo e statisticamente significativo sul valore in dollari dell'euro durante tale sottoperiodo.

Stime degli effetti delle F&A sul cambio dollaro/euro									
settembre 2000–settembre 2001									
	Lag	Coefficiente	t-stat	Livello signif.	Lag	Coefficiente	t-stat	Livello signif.	
Flussi verso l'area dell'euro	0	0,494	2,85	0,00	0 - 5	1,089	2,63	0,01	
Flussi verso gli Stati Uniti	0	- 0,483	- 3,23	0,00	0 - 5	- 0,616	- 1,45	0,15	
Indice NAPM	0	- 2,159	- 1,94	0,05	0 - 5	3,699	1,08	0,28	
Indice Ifo	0	1,595	0,93	0,35	0 - 5	9,007	2,25	0,02	

La variabile dipendente entra nell'equazione di regressione sotto forma di differenza logaritmica, i valori delle F&A come livelli logaritmici e le variabili notizie nella loro forma originaria  $X_k$ . Coefficiente =  $\beta^* 10^3$ .  $R^2$  corretto = 0,18. Tabella 3

<sup>15</sup> I risultati non sono riportati per ragioni di spazio, ma appaiono coerenti con quelli ottenuti da Breedon e Fornasari (2000), i quali riscontrano che le transazioni non regolate in denaro, pur influendo sul tasso di cambio, non producono un effetto statisticamente significativo.

<sup>16</sup> Le evidenze non mutano con soglie di \$2 o 5 miliardi. I risultati non sono riportati per ragioni di spazio, ma possono essere ottenuti dagli autori su richiesta.

<sup>17</sup> Cfr. *The Economist* (2001).

## Conclusioni

Nel presente lavoro si è cercato di determinare in quale misura gli annunci di F&A transatlantiche si siano accompagnati a movimenti del tasso di cambio a pronti dollaro/euro nel periodo gennaio 1999–settembre 2001. L'analisi mostra che l'acquisizione di società USA da parte di imprese dell'area dell'euro ha effettivamente un impatto significativo sul cambio e che la portata di questo impatto è indipendente dalle modalità di finanziamento dell'operazione. Le acquisizioni aventi per oggetto società europee, per contro, non evidenziano un effetto statisticamente significativo sul rapporto di cambio. Non sono neanche emerse indicazioni di effetti addizionali legati alle cosiddette megafusioni. Gli ampi flussi netti verso gli Stati Uniti collegati a F&A sono pertanto in linea con la tendenza calante dell'euro nei confronti del dollaro.

Da questi risultati si può inferire che gli effetti di annuncio non sembrano rispecchiare appieno le specificità, ossia il modo di finanziamento, delle F&A. In altri termini, essi non sono necessariamente spiegabili con una reazione degli operatori in cambi ai previsti flussi valutari generati dalle singole operazioni. L'assenza di significativi effetti dovuti all'ammontare e alla modalità di finanziamento pare indicare che la reazione del tasso di cambio sia piuttosto indotta dal livello dei flussi netti cumulativi, cioè dalla percezione del mercato riguardo alla tendenza generale dei flussi di F&A. Ciò può essere considerato come una prova dell'esistenza di effetti segnaletici, per cui l'annuncio di un'acquisizione verrebbe visto come un indicatore della forza relativa delle prospettive di crescita nelle due economie considerate e, quindi, della futura attività di F&A societarie. Questa interpretazione è avvalorata dall'evidenza che le notizie di acquisizioni di società europee da parte di imprese USA hanno cominciato a sostenere l'euro verso la fine del 2000, ponendo fine alla precedente asimmetria nella reazione del tasso di cambio.

In sintesi, si può affermare che le F&A transfrontaliere abbiano favorito il rafforzamento del dollaro fra il 1999 e il 2000. Il ritmo delle acquisizioni è però nettamente calato a partire dal quarto trimestre 2000. Infatti, secondo la serie statistica utilizzata, l'ammontare medio mensile delle nuove operazioni transatlantiche annunciate è sceso, da circa \$10,5 miliardi nel 2000 a \$1,8 miliardi nei primi tre trimestri di quest'anno. Ciò è ritenuto sintomatico di un cambiamento della forza relativa delle prospettive di crescita nelle due aree economiche che, a sua volta, potrebbe aver pesato negativamente sul dollaro.

## Riferimenti bibliografici

Banca centrale europea (2001): "Euro area balance of payments", *ECB Statistical Press Release*, 30 luglio.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2001a): *71<sup>a</sup> Relazione annuale*, Basilea, giugno, pagg. 88-108.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2001b): *Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in April 2001: preliminary global data*, Basilea, ottobre.

Breedon, F. e F. Fornasari (2000): "FX impact of cross-border M&A", Lehman Brothers, *Global Economics Research Series*, aprile.

*Financial Times* (2000): "Deutsche Telekom and VoiceStream approve \$50bn deal", 24 luglio.

*Financial Times* (2001): "Deutsche Telekom deals give big US presence", 1° giugno.

Galati, G. e C. Ho (2001) "The effect of macro news on the euro/dollar exchange rate", *BIS Working Papers*, n.105.

Montgomery, J., A. Freiheit-Kinch e R. McCaughrin (2001): *Global linkages: cross-border M&A prospects*, Morgan Stanley Dean Witter, Global Equity Research, luglio.

*The Economist* (2000): "Bouncing back", 2 novembre.

*The Economist* (2001): "The great merger wave breaks", 25 gennaio.