

# Trump 2.0

Una nuova  
prospettiva di  
vita per il *merger  
arbitrage*?



**FEBBRAIO 2025**

Comunicazione di marketing

**EXPLORE**

# Informazioni sugli autori.

## Felix Schlang

Portfolio Manager –  
Risk Arbitrage



Félix Schlang è *Portfolio Manager* nel *Merger Arbitrage* Team di Candriam. È entrato a far parte di Candriam nel 2020 come assistente gestore di portafoglio, per poi passare al Risk Arbitrage Team come gestore di portafoglio nel 2021.

Prima di entrare in Candriam, nel 2019, ha ricoperto il ruolo di *Assistant Trader* presso Louis Capital.

Felix ha conseguito una laurea triennale in matematica, economia, finanza e scienze attuariali e poi un master in ingegneria statistica e finanziaria presso l'Università di Paris Dauphine.

## Bertrand Dardenne

Head of Risk Arbitrage –  
Alternative Investments Platform



Bertrand Dardenne è entrato a far parte di Candriam nel 2023 come responsabile *Risk Arbitrage* all'interno dell'*Alternative Investments Platform*.

In precedenza, ha ricoperto vari incarichi nel *Risk Arbitrage*, come *Senior Analyst*, *Portfolio Manager* e *Fund Manager* presso hedge fund britannici e francesi come Burren Capital, Laffitte Capital e CIAM, oltre a un periodo di trading con JPMorgan.

Bertrand ha conseguito un Master in Finanza presso la Solvay Business School di Bruxelles.

# Indice.

## Indice.

<b>Riepilogo</b>	<b>04</b>	<b>3. Quando la Casa Bianca dà il via libera</b>	<b>16</b>
<b>Introduzione</b>	<b>06</b>	3.1. L'impatto delle elezioni statunitensi del 2024 sulle operazioni di M&A	<b>16</b>
<b>1. I fattori di performance delle strategie di <i>merger arbitrage</i></b>	<b>07</b>	3.2. Analisi empirica degli spread durante i periodi elettorali negli Stati Uniti	<b>17</b>
1.1 <i>Merger arbitrage</i> : obiettivi	<b>07</b>	3.3. Analisi del tasso di fallimento	<b>19</b>
1.2. <i>Merger arbitrage spread</i> : Driver di performance per le strategie di <i>arbitraggio del rischio</i>	<b>11</b>	3.4. Impatto sul numero di transazioni annunciate	<b>22</b>
<b>2. Quali fattori influenzano gli <i>spreads</i>?</b>	<b>12</b>	3.5. La situazione nel 2024	<b>23</b>
2.1. Rischi associati a fusioni e acquisizioni	<b>12</b>	<b>2025: Un vento favorevole per il <i>merger arbitrage</i> ?</b>	<b>26</b>
2.2. Il ruolo del <i>merger arbitrage</i>	<b>13</b>		
2.3. Anatomia dei fallimenti	<b>14</b>		

# Riepilogo.

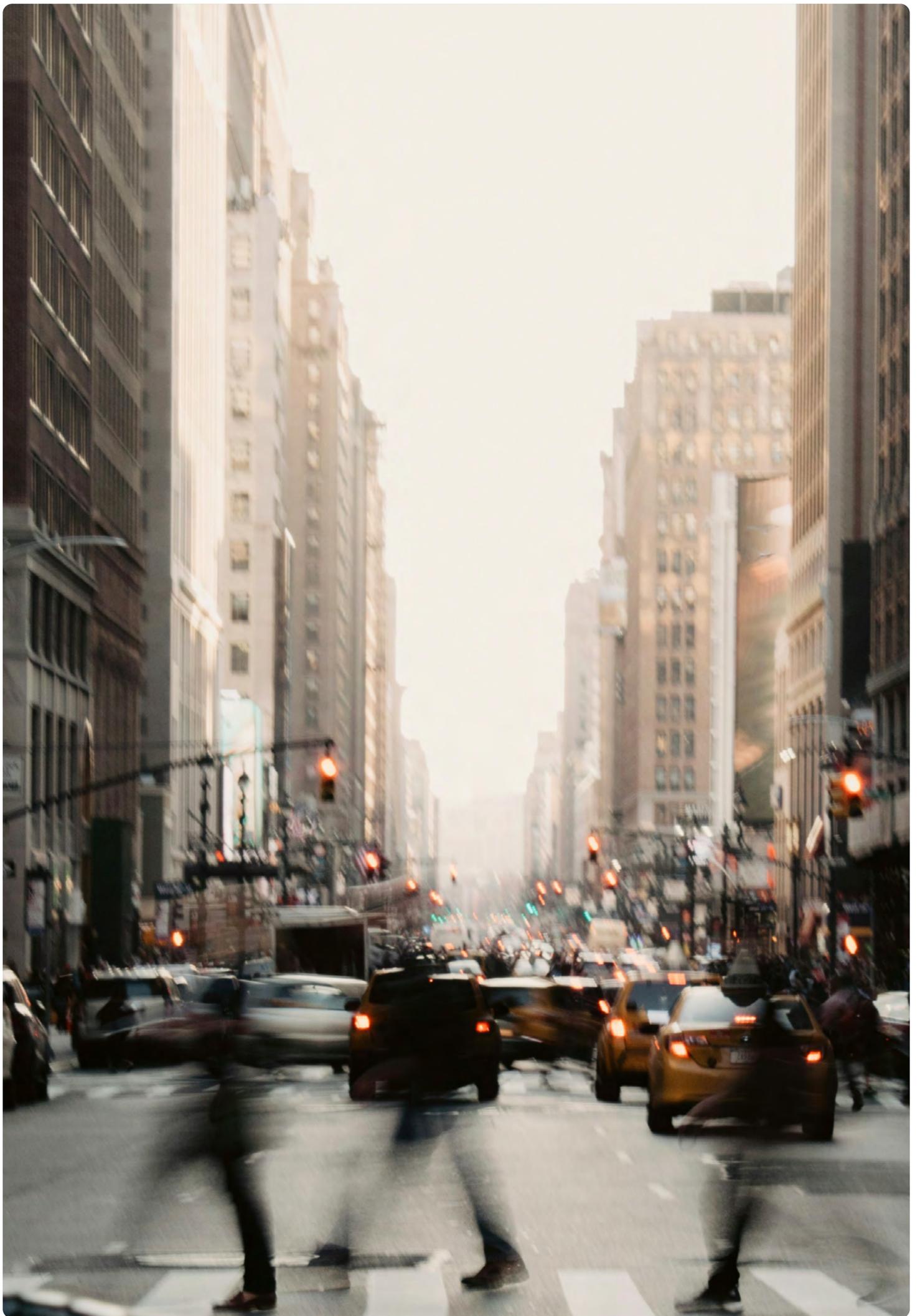
Il ritorno di Donald Trump alla Casa Bianca solleva molti interrogativi, non ultimo quello sull'impatto delle sue politiche sull'economia e sui mercati finanziari. Non vengono trascurate le strategie di *risk arbitrage*, che si concentrano su fusioni e acquisizioni. Cosa possiamo aspettarci da questa nuova amministrazione? Quali sfide e opportunità ci attendono?

In questo articolo, descriviamo in dettaglio il funzionamento delle strategie di *merger arbitrage* e il loro principale fattore di performance, gli *spread* (differenza tra il prezzo offerto dall'acquirente e il prezzo di mercato dell'obiettivo). Analizziamo poi la relazione, negli ultimi venticinque anni, tra i risultati delle elezioni statunitensi e le operazioni di M&A, i loro tassi di fallimento e il loro *spread*. Le nostre osservazioni mostrano che durante le amministrazioni repubblicane:

- Il numero delle transazioni è in aumento;
- Le politiche anticoncorrenziali sono meno restrittive;
- Il tasso di completamento degli accordi è inferiore;
- Dopo le elezioni, gli *spread* tendono a restringersi.

**Con l'avvicinarsi del 2025, si prevede che la nuova presidenza repubblicana negli Stati Uniti favorirà una notevole ripresa delle attività di M&A, aprendo la strada a numerose opportunità di investimento per strategie di *merger arbitrage*.** Tuttavia, è probabile che l'ambiente rimanga complesso, con un livello significativo sia di rischio che di tassi di fallimento nelle transazioni.

Aspettiamo quest'anno con entusiasmo: Il nostro rigoroso metodo di analisi delle dinamiche di mercato e dei parametri specifici delle operazioni, rafforzato da quindici anni di esperienza in queste strategie, rappresentano risorse fondamentali per sfruttare al meglio le opportunità in un ambiente stimolante ed esigente.



# Intro-

## Introduzione.

Le strategie di *merger arbitrage* (arbitraggio sulle fusioni), note anche come strategie di *arbitraggio del rischio*, sono strategie di rendimento assoluto che essenzialmente comportano l'investimento in società coinvolte in transazioni di M&A, con l'obiettivo di trarre profitto da una differenza tra il prezzo offerto per l'acquisizione e quello osservato sul mercato. Storicamente, queste strategie hanno offerto rendimenti con una bassa correlazione con il mercato.

L'ambiente gioca un ruolo essenziale nell'andamento dei prezzi: livelli dei tassi di interesse, fase del ciclo economico, contesto geopolitico, *sentiment* degli investitori, ecc... Il ciclo di M&A è influenzato anche da fattori macroeconomici (crescita economica, tassi di interesse, condizioni di liquidità, stabilità monetaria) nonché da fattori normativi e politici, come stabilità politica, fiducia nel quadro giuridico, nella politica fiscale e nell'ambiente normativo. Anche le fusioni e le acquisizioni sono soggette a rischi idiosincratici, associati al completamento delle transazioni.

Il 2024 sarà un anno intenso sul fronte elettorale, con 76 Paesi che andranno alle urne. Di tutte queste elezioni, quella negli Stati Uniti ha assunto un ruolo centrale: un'opportunità per noi di analizzare in modo specifico l'impatto delle elezioni americane sulle strategie di *arbitraggio sulle fusioni*. L'insediamento di Donald Trump come presidente degli Stati Uniti è una buona o una cattiva notizia per queste strategie? **La Casa Bianca darà il via libera al *merger arbitrage*?**

In questo articolo esaminiamo i principi delle strategie di *arbitraggio sulle fusioni*, i fattori determinanti per le prestazioni e i rischi specifici. Analizziamo poi gli *spread* nei due tipi di amministrazioni presidenziali: repubblicano e democratico. Sulla base di questa analisi, dimostriamo che l'elezione del repubblicano Donald Trump, pro-business e a favore della deregolamentazione, dovrebbe avvantaggiare il settore delle fusioni e acquisizioni e offrire ai gestori delle strategie di *merger arbitrage*, numerose opportunità per generare interessanti opportunità di rischio/rendimento per gli investitori.

# 1. I fattori di performance delle strategie di *merger arbitrage*.

## 1.1. *Merger arbitrage*: obiettivi

L'arbitraggio sulle fusioni (o 'arbitraggio del rischio') è una strategia di investimento a rendimento assoluto che consiste essenzialmente nell'**investire in società coinvolte in transazioni di M&A, con l'obiettivo di trarre profitto dalla differenza tra il prezzo offerto per l'acquisizione e il prezzo/i delle azioni sul mercato.**

Quando viene annunciata una transazione, il potenziale acquirente informa il mercato della sua intenzione di acquistare la società e del prezzo, concordato tra le parti, per la transazione. Di conseguenza, il prezzo delle azioni della società target non dipende più dall'andamento del mercato (si dice decorrelato), ma è legato ai rischi idiosincratici associati all'operazione (rischi finanziari e operativi inerenti alla fase di integrazione). Questo prezzo tende naturalmente ad avvicinarsi al prezzo di offerta, anche se non sempre lo raggiunge esattamente. Questa differenza è spiegata dal rischio di fallimento dell'operazione.

Esistono tre tipi di acquisizione.

# 1.1.1. I tre tipi di acquisizioni

## Offerte pubbliche di acquisto

In un'offerta pubblica di acquisto, una società o un investitore si offre di acquistare tutte o una quota significativa delle azioni degli azionisti di una società quotata target, solitamente a un prezzo maggiorato rispetto al prezzo di mercato. Spesso l'obiettivo di un'offerta pubblica di acquisto è quello di acquisire il controllo della società target. Una volta annunciato l'accordo, il prezzo delle azioni si avvicinerà al prezzo dell'offerta, ma difficilmente lo raggiungerà.

**Figura 1:**

Prezzo delle azioni target dell'acquisizione al momento dell'annuncio

■ Spread (scala di destra)

● Prezzo dell'azione

■ Prezzo dell'offerta



Le performance passate non sono un indicatore affidabile delle performance future. In futuro i mercati potrebbero evolversi in modo molto diverso.

Fonte: Candriam, Bloomberg. Esempio di società in portafoglio

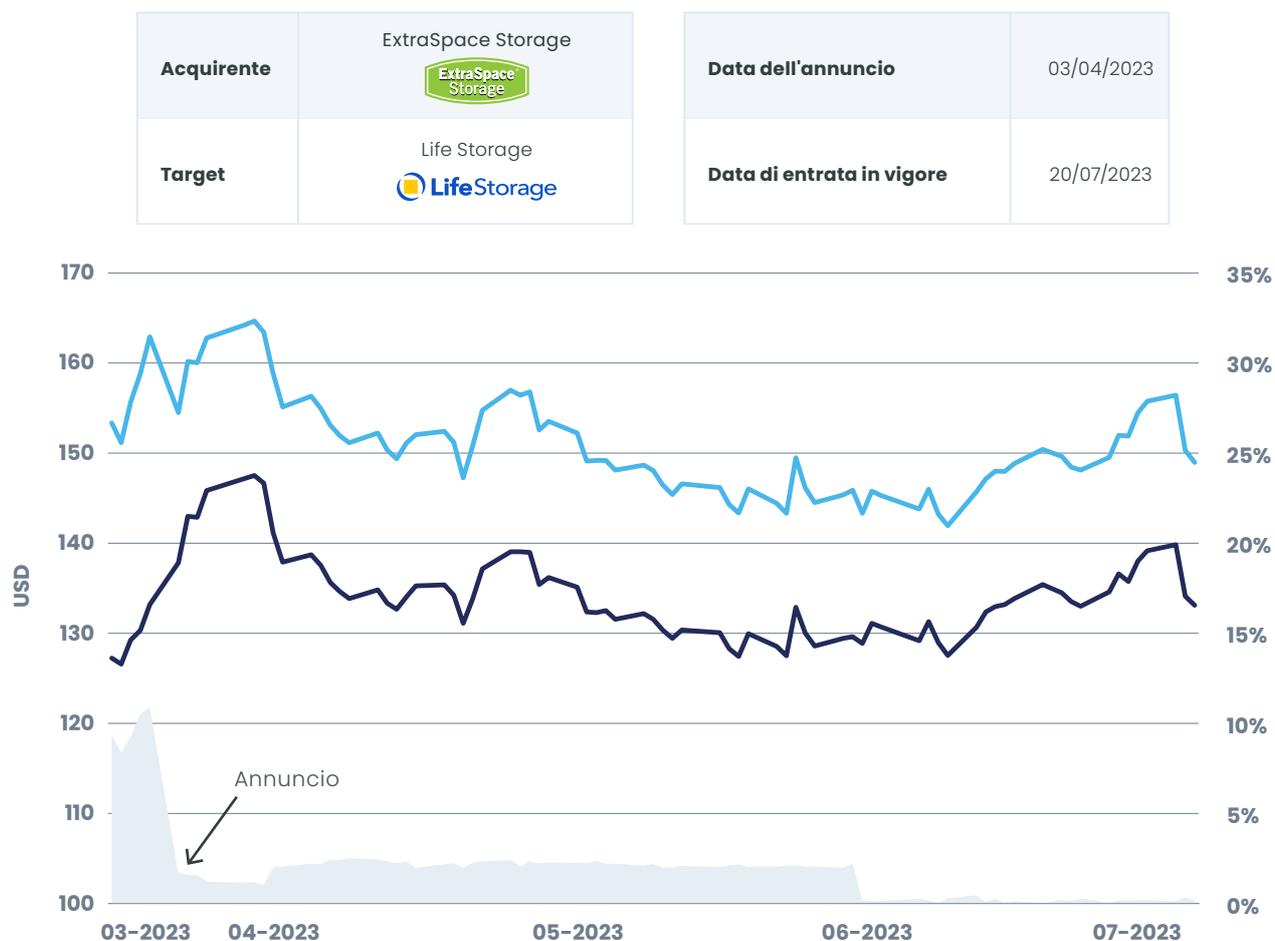
## Offerte stock-for-stock

Un'offerta pubblica di scambio (*stock-for-stock*) è un'operazione finanziaria in cui una società, in qualità di promotrice dell'offerta, offre le proprie azioni in cambio delle azioni della società target, invece di acquistarle in contanti. In questo caso, gli azionisti della società target ricevono azioni della società acquirente a un rapporto di cambio prestabilito. Ad esempio, due azioni della società acquirente per ogni azione della società target.

**Figura 2:**

Andamento dei prezzi delle azioni nelle società target e acquirenti dopo l'annuncio di un'offerta pubblica di scambio

- Spread (scala di destra)
- Prezzo dell'azione Life Storage
- Prezzo dell'azione ExtraSpace Storage



Le performance passate non sono un indicatore affidabile delle performance future. In futuro i mercati potrebbero evolversi in modo molto diverso.

Fonte: Candriam, Bloomberg. Esempio di società in portafoglio

## Offerte miste

In un'offerta mista, l'acquirente offre agli azionisti della società target parte del corrispettivo in contanti, come in un'offerta pubblica di acquisto, e parte in azioni dell'acquirente, come in un'offerta di scambio.

### 1.1.2. Tre possibili scenari

Questi tre tipi di transazione definiscono le condizioni di un'operazione di M&A. Affinché l'acquisizione possa essere completata, è necessario che siano soddisfatte diverse condizioni, il che può richiedere diversi mesi o addirittura anni. Ci sono quattro possibili risultati:

- La transazione è completata come annunciato;
- La transazione è stata annullata, perché una condizione non è stata soddisfatta;
- I termini dell'offerta vengono rivisti al ribasso e la transazione viene completata;
- L'acquisizione è stata completata a condizioni migliori rispetto a quelle inizialmente annunciate.



## 1.2. *Merger arbitrage spread*: Driver di performance per le strategie di *arbitraggio del rischio*

Come accennato in precedenza, dopo l'annuncio dell'accordo, il prezzo delle azioni si avvicina al prezzo dell'offerta ma senza raggiungerlo: **questa differenza tra il prezzo dell'offerta e il prezzo di mercato del target è chiamata "Merger arbitrage spread"**.

- Nel caso di un'offerta pubblica di acquisto, questo spread è semplicemente la differenza tra il prezzo dell'offerta in contanti e il prezzo delle azioni
- Nel caso di un'offerta *stock-for-stock*, il prezzo dell'offerta non è fisso, poiché varia in base al prezzo delle azioni dell'acquirente. Lo spread è pari alla differenza tra il rapporto di cambio proposto, moltiplicato per il prezzo delle azioni della società acquirente e il prezzo delle azioni della società target.
- Nel caso di un'offerta mista, si tratta di una combinazione delle due.

**Quanto più elevato è il rischio di fallimento di una transazione valutato dal mercato**, ad esempio a causa del mancato ottenimento dell'approvazione normativa, **tanto maggiore è lo spread**.

Il ruolo del gestore di una strategia di *merger arbitrage* è quello di analizzare le transazioni, la loro probabilità di successo e i rischi associati, per determinare la remunerazione (lo *spread*) che ritiene appropriata, che confronta con lo *spread* osservato sul mercato. Se ritiene che il rapporto rischio/rendimento dell'operazione sia favorevole rispetto alla remunerazione del denaro contante sui mercati monetari, investe.

In un'offerta pubblica di acquisto, la strategia è quella di acquistare le azioni della società target, mentre in un'offerta pubblica di scambio o di acquisto, un gestore di portafoglio potrebbe acquistare le azioni della società target e vendere quelle dell'acquirente nel rapporto annunciato.

In un'operazione di M&A entrano in gioco molti parametri che possono alterare i termini dell'accordo e comprometterne il completamento. Poiché gli *spread* riflettono configurazioni diverse, possono variare in modo significativo a seconda di questi parametri.

# 2. Quali fattori influenzano gli spreads?

## 2.1. Rischi associati a fusioni e acquisizioni

I principali fattori che influenzano lo *spread* sono i **rischi legati alle operazioni di M&A**.

Una volta annunciata, una transazione deve soddisfare una serie di condizioni prima di poter essere finalizzata. Ci sono cinque condizioni centrali:

- **Approvazione degli azionisti:** L'operazione deve essere approvata dagli azionisti della società target. Questo accordo può assumere forme diverse a seconda della giurisdizione e dei contratti che regolano le transazioni: negli Stati Uniti si vota "a favore", con l'accordo della maggioranza degli azionisti nella maggior parte dei casi. Nel caso di un'offerta azionaria, anche gli azionisti della società acquirente potrebbero dover approvare la transazione.
- **Finanziamento:** Nel contesto di un'operazione di fusione-acquisizione, i rischi di finanziamento riflettono l'incertezza legata alla capacità dell'acquirente di ottenere i fondi necessari per finanziare l'operazione. Tale rischio può derivare da fattori che incidono direttamente o indirettamente sulla fattibilità finanziaria della transazione.
- **L'approvazione del consiglio di amministrazione della società target:** Una transazione consigliata (spiegata di seguito) è chiamata offerta amichevole, altrimenti è chiamata offerta ostile. Un'offerta amichevole ha maggiori probabilità di successo, poiché entrambe le parti collaborano per far sì che l'affare abbia successo e hanno maggiori probabilità di trovare un punto d'incontro in caso di disaccordo.

- **Approvazione normativa:** Le fusioni e le acquisizioni sono soggette a rischi normativi legati all'incertezza relativa all'approvazione o al rifiuto della transazione da parte delle autorità di regolamentazione, un rischio che potrebbe interrompere, ritardare o addirittura annullare la transazione. Alcuni settori sono soggetti a normative specifiche che richiedono autorizzazioni da parte delle autorità competenti (ad esempio, telecomunicazioni, energia, finanza, difesa). Inoltre, i governi possono intervenire per bloccare o imporre condizioni a un'acquisizione, in particolare quando l'acquirente è un'entità straniera, soprattutto in settori strategici come la tecnologia, le infrastrutture critiche o la difesa.
- **Autorizzazione delle autorità garanti della concorrenza:** In questi casi si valuta se l'operazione rischia di interrompere o ridurre la concorrenza in uno o più mercati, in particolare creando o rafforzando una posizione dominante o dando luogo a pratiche anticoncorrenziali (cartelli). Se si ritiene che una fusione possa compromettere l'equilibrio concorrenziale, le autorità possono bloccare l'operazione o esigere una modifica delle sue condizioni, ad esempio la cessione di determinati asset della società target o dell'acquirente.

**Un altro rischio è il potenziale verificarsi di un evento imprevedibile** nell'intervallo tra l'annuncio della transazione e la sua conclusione, che abbia un impatto materiale sulle attività operative della società target, come un incendio in fabbrica o un'epidemia. In questo caso, l'acquirente potrebbe dover annullare la transazione. La maggior parte dei contratti di fusione e acquisizione include una clausola che esclude molti di questi eventi (conflitti, fenomeni meteorologici, ecc.).

Eventuali difficoltà riscontrate in una qualsiasi di queste fasi potrebbero compromettere il funzionamento. **Lo spread riflette il livello di rischio percepito dal mercato**, in tutte queste condizioni.

## 2.2. Il ruolo del *merger arbitrage*

Il ruolo dell'arbitraggista è quello di valutare la probabilità di successo di un accordo, sulla base del contesto economico e legale e dei vari rischi connessi. Costruisce il portafoglio in base al suo livello di convinzione riguardo le varie operazioni e al relativo profilo rischio/rendimento.

## 2.3. Anatomia dei fallimenti

Non tutte le operazioni di M&A hanno successo. Secondo la nostra analisi, **il tasso medio di fallimento è del 5%**.<sup>1</sup> La percentuale è maggiore (12%) per le transazioni complesse che richiedono l'approvazione delle autorità di regolamentazione e di concorrenza.

Guardando i processi è possibile capire come possono influenzare la durata delle operazioni e quindi gli spread.

Negli Stati Uniti, tre organizzazioni principali hanno il potere di bloccare le transazioni di M&A: La **Federal Trade Commission** (FTC), la **Divisione antitrust del Dipartimento di Giustizia** (DOJ) e il **Comitato per gli investimenti esteri negli Stati Uniti** (CFIUS).

Le aziende coinvolte in una fusione o acquisizione devono notificare al Dipartimento di Giustizia e alla FTC, ai sensi dell'**Hart-Scott-Rodino Act** (HSR)<sup>2</sup>, se la transazione supera determinate soglie finanziarie. **Una volta effettuata la notifica, la FTC e il Dipartimento di Giustizia hanno 30 giorni di tempo per valutare se la transazione solleva preoccupazioni in materia antitrust**, in particolare analizzandone l'impatto sulla concorrenza. Se al termine di questa prima fase persistono dei dubbi, ciascuna organizzazione può richiedere un'ulteriore revisione per valutare l'impatto competitivo ("*seconda richiesta*"). Segue un periodo di discussione tra le parti per consentire all'autorità interessata di approfondire la propria analisi, che dura generalmente circa sei mesi. Al termine di questo periodo, se le autorità di regolamentazione stabiliscono che esiste un problema di concorrenza, la FTC o il Dipartimento di Giustizia possono proporre, o addirittura richiedere, concessioni per consentire la conclusione della transazione, come la cessione di attività o impegni su pratiche future. Se non sono soddisfatti, possono intraprendere un'azione legale per bloccare la transazione e un giudice determinerà se la transazione può essere portata avanti o meno.

**Il CFIUS** (Comitato per gli investimenti esteri negli Stati Uniti), **è responsabile dell'esame degli investimenti esteri negli Stati Uniti** per valutarne il potenziale impatto sulla sicurezza nazionale. Creato nel 1975, il suo ruolo è diventato più centrale e visibile nel corso degli anni, in particolare con l'aumento degli investimenti esteri in settori sensibili.

<sup>1</sup> - Fonte: Osservazioni di Candriam sui dati Bloomberg tra il 1992 e il 2024.

<sup>2</sup> - Questa legge antitrust è stata approvata nel 1976 e impone alle autorità pubbliche statunitensi di esaminare le combinazioni aziendali proposte che potrebbero avere un effetto sull'economia e sui consumatori degli Stati Uniti. Con questa legge le autorità cercano di evitare la creazione di società con tendenze monopolistiche, al fine di salvaguardare gli interessi dei consumatori e la libera concorrenza.



Il processo di revisione comprende diverse fasi:

- **Notifica:** Questa può essere volontaria se le parti coinvolte nella transazione ritengono che la transazione possa sollevare preoccupazioni. È obbligatoria dal 2018 (legge FIRRMA - *Foreign Investment Risk Review Modernization Act*<sup>3</sup>) per determinate transazioni, in particolare nei settori critici.
- **Revisione iniziale:** Il CFIUS ha 30 giorni di tempo per analizzare la transazione e identificare i potenziali rischi per la sicurezza nazionale.
- **Indagine approfondita:** Se permangono dubbi, viene condotta un'indagine approfondita di 45 giorni per valutare le implicazioni della transazione.
- **Raccomandazione al Presidente:** Se il comitato determina che una transazione rappresenta una seria minaccia, può raccomandare al Presidente di bloccarla o annullarla. Il Presidente ha l'autorità decisionale finale.

Nella maggior parte dei paesi esistono organizzazioni simili a quelle degli Stati Uniti. Ad esempio, la Commissione europea nell'UE e la *State Administration for Market Regulation* (SAMR) in Cina hanno le stesse prerogative della FTC e del DOJ negli Stati Uniti. Queste organizzazioni possono bloccare le transazioni, anche quelle che coinvolgono aziende statunitensi, se i ricavi generati nella loro giurisdizione superano una certa soglia.

Considerati questi processi e i rischi che potrebbero compromettere il completamento con successo delle transazioni, in che misura l'elezione del nuovo presidente degli Stati Uniti potrebbe rappresentare una buona notizia per l'*arbitraggio sulle fusioni*?

3 - Una legge concepita per controllare gli investimenti esteri negli Stati Uniti.

# Quando la Casa dà il via libera.

## 3. Quando la Casa Bianca dà il via libera.

### 3.1. L'impatto delle elezioni statunitensi del 2024 sulle operazioni di M&A

La Commissione federale per il commercio degli **Stati Uniti è guidata da cinque commissari** – tra cui il suo presidente – **nominati dal Presidente** e confermati dal Senato, di cui non più di tre possono appartenere allo stesso partito politico. Ogni commissario ha un mandato di sette anni, per evitare avvicendamenti improvvisi in caso di cambiamenti nelle amministrazioni presidenziali. Ciononostante, non appena si presentano dei posti vacanti, i nuovi presidenti tendono a nominare commissari che rispecchino le loro priorità politiche. Pertanto, sebbene la FTC sia un'agenzia indipendente dal governo, il presidente esercita un'influenza significativa sulla direzione e sulle priorità a medio termine dell'agenzia. È consuetudine che il presidente della FTC si dimetta se il partito che rappresenta non viene rieletto.

La **Divisione antitrust del Dipartimento di Giustizia è guidata da un "assistente procuratore generale" nominato dal Presidente** e confermato dal Senato. Il Presidente può nominare qualcuno che condivida le sue opinioni sulla politica della concorrenza.

E infine, con il **Comitato per gli investimenti esteri negli Stati Uniti, il Presidente degli Stati Uniti può bloccare** qualsiasi transazione che coinvolga un acquirente non americano.

Anche la politica estera del Presidente può influenzare il completamento delle transazioni. Infatti, come abbiamo visto in precedenza, se la società target genera una certa quantità di fatturato in un'altra giurisdizione, deve ricevere

l'approvazione da tale giurisdizione per completare la transazione. Le relazioni diplomatiche tra i paesi a volte ostacolano il completamento di fusioni e acquisizioni. Lo abbiamo visto nel 2022, ad esempio, quando l'acquisizione di Rogers Corp da parte di DuPont de Nemours non ha ricevuto l'approvazione della SAMR (autorità di regolamentazione cinese) entro la scadenza del 1° novembre, portando DuPont a pagare a Rogers una penale di 162,5 milioni di dollari. Più di recente (gennaio 2025), il presidente uscente Joe Biden ha utilizzato il suo potere, garantito dalle normative del CFIUS, per bloccare l'acquisizione del leader nazionale dell'acciaio US Steel da parte della sua controparte giapponese Nippon Steel, citando gli interessi economici e di sicurezza degli Stati Uniti.<sup>4</sup> Sebbene le agenzie siano indipendenti, è chiaro che la politica conservatrice o liberale sostenuta dal Presidente e la sua posizione sulle relazioni diplomatiche possono influenzare i legami aziendali.

## 3.2. Analisi empirica degli *spread* durante i periodi elettorali negli Stati Uniti

Vediamo se esiste una relazione tra l'evoluzione degli *spread* al momento delle elezioni statunitensi e il partito del presidente eletto.

### Figura 3:

Stati Uniti -- Operazioni di M&A che coinvolgono società target statunitensi in periodo elettorale e presidente eletto

Anno elettorale	Numero di operazioni*	Presidente eletto	Partito del Presidente eletto
2000	66	George W. Bush	Repubblicani
2004	33	George W. Bush	Repubblicani
2008	29	Barack Obama	Democratici
2012	35	Barack Obama	Democratici
2016	62	Donald Trump	Repubblicani
2020	38	Joe Biden	Democratici

\* Le negoziazioni sono tutte quelle attive al momento delle elezioni e su cui è possibile investire per la nostra strategia (con sufficiente capitalizzazione di mercato e volume di scambi giornalieri).

Fonte: Bloomberg.

4 - Fonte: Biden blocca l'offerta di acquisizione di U.S. Steel da parte della giapponese Nippon - The New York Times. <https://www.nytimes.com/2025/01/03/us/politics/us-steel-nippon-biden.html>

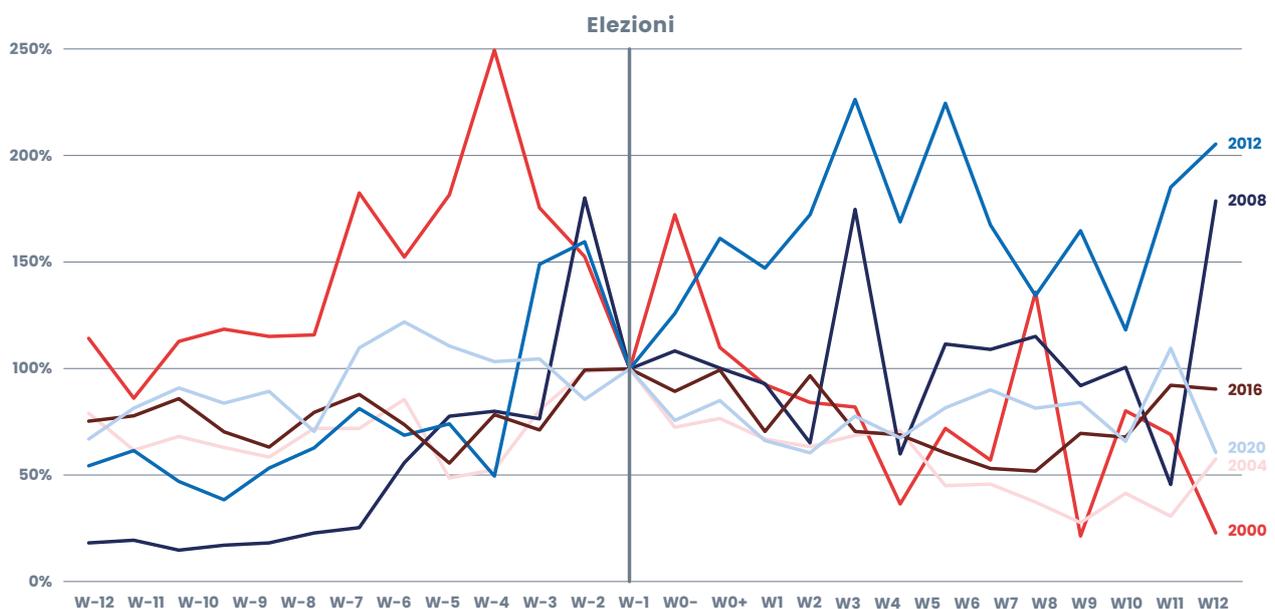


**La politica conservatrice o liberale sostenuta dal Presidente e la sua posizione sulle relazioni diplomatiche possono influenzare i legami aziendali.**

La figura 4 mostra gli spread di negoziazione settimanali medi normalizzati rispetto agli spread mediani del giorno delle elezioni, in ogni anno elettorale a partire dal 2000 (un punto dati a settimana per un periodo di sei mesi attorno alle elezioni, tre mesi prima e tre mesi dopo).

**Figura 4:**

Stati Uniti -- Variazione degli *spread*, su base settimanale, durante i sei mesi adiacenti alle elezioni



Fonte: Candriam, Bloomberg

Possiamo vedere nella Figura 4 che gli **spread hanno teso a restringersi nel 2000 e nel 2004 (anni della vittoria repubblicana), e a divergere nel 2008 e nel 2012 (anni della vittoria democratica)**. Sono rimasti relativamente stabili nel 2016 (prima vittoria di Trump) e nel 2020 (vittoria di Biden). Possiamo collegare questo fenomeno alle posizioni più progressiste dei candidati repubblicani, generalmente considerati favorevoli alle operazioni di M&A.



## 3.3. Analisi del tasso di fallimento

Diamo un'occhiata al tasso di fallimento delle operazioni di M&A negli Stati Uniti al momento delle elezioni presidenziali.

### Figura 5:

Stati Uniti: Tasso e numero di operazioni fallite negli anni elettorali

Anno elettorale	Numero di operazioni*	Numero di fallimenti	Tasso di fallimento	Partito del Presidente eletto
2000	66	5	7,6 %	Repubblicani
2004	33	3	9,1 %	Repubblicani
2008	29	4	13,8 %	Democratici
2012	35	2	5,7 %	Democratici
2016	62	7	11,3 %	Repubblicani
2020	38	1	2,6 %	Democratici

\* Le negoziazioni sono tutte quelle attive al momento delle elezioni e su cui è possibile investire con la nostra strategia (con sufficiente capitalizzazione di mercato e volume di scambi giornalieri).

Fonte: Candriam, Bloomberg.

**I tassi di fallimento delle transazioni tendono ad essere più alti sotto un presidente repubblicano** che sotto un presidente democratico, fatta eccezione per il 2008, che è stato un anno molto peculiare a causa della crisi dei mutui subprime.

**Figura 6:**

Stati Uniti -- Dettagli di 22 accordi di M&amp;A falliti tra il 2000 e il 2020

<b>Target</b>	<b>Acquirente</b>	<b>Data dell'annuncio</b>	<b>Data di completamento/ fine</b>	<b>Motivo del fallimento dell'operazione</b>
<b>Tyson Fresh Meats Inc</b>	Credit Suisse USA LLC	10/02/2000	01/01/2001	Acquisizione
<b>Honeywell International Inc</b>	General Electric Co	23/10/2000	10/02/2001	Blocco da parte della Commissione Europea
<b>Empire District Electric Co/Th</b>	Energy Missouri W.	05/11/1999	01/02/2001	Regolamento & scadenza
<b>Pinnacle Entertainment Inc/ Old</b>	Colony Capital LLC	03/08/2000	23/01/2001	Finanziamento
<b>Energy Corp</b>	NextEra Energy Inc	31/07/2000	04/02/2001	Problema nella gestione del proforma
<b>KP Pharmaceuticals LLC</b>	Mylan NV	26/07/2004	27/02/2005	Opposizione degli azionisti dell'acquirente
<b>Prime Group Realty Trust</b>	Prime/ Mansur Invest	27/10/2004	11/10/2004	Finanziamento
<b>UNS Energy Corp</b>	Consortium	24/11/2003	30/12/2004	Rigetto da parte della Commissione dell'Arizona Corporation
<b>Alpha Natural Resources Inc</b>	Cleveland-Cliffs Inc	16/07/2008	17/11/2008	Conflitto sul rinvio dell'AGE
<b>BCE Inc</b>	Consortium	30/06/2007	12/11/2008	Finanziamento
<b>Landry's Inc</b>	Management buyout	18/10/2008	01/11/2009	Condizioni di mercato/ finanziamento
<b>Constellation Energy Group Inc</b>	Berkshire Hathaway	18/09/2008	17/12/2008	Offerta di acquisto concorrente
<b>Bluegreen Vacations Corp</b>	Diamond Resorts	18/06/2012	04/03/2013	Offerta di acquisto concorrente
<b>Schiff Nutrition International</b>	Bayer AG	30/10/2012	15/11/2012	Offerta di acquisto concorrente
<b>Cigna Group/ The</b>	Elevance Health Inc	24/07/2015	14/02/2017	Bloccato dal DOJ
<b>Humana Inc</b>	Aetna Inc	07/03/2015	14/02/2017	Bloccato dal DOJ
<b>Lattice Semiconductor Corp</b>	Canyon Bridge Capital Partners	11/03/2016	13/09/2017	CFIUS
<b>Fidelity &amp; Guaranty Life</b>	Anbang Insurance	11/09/2015	17/04/2017	Offerta respinta dagli azionisti
<b>Genworth Financial Inc</b>	China Oceanwide Holdings Group	23/10/2016	04/06/2021	Regolamentazione
<b>Rite Aid Corp</b>	Walgreens Boots Alliance Inc	27/10/2015	29/06/2017	Risposta negativa della FTC
<b>Astoria Financial Corp</b>	Flagstar Financial Inc	29/10/2015	20/12/2016	Opposizione regolamentare / legale
<b>Willis Towers Watson PLC</b>	Aon PLC	03/09/2020	26/07/2021	Deposito di una denuncia antitrust da parte del DOJ

Fonte: Candriam, Bloomberg

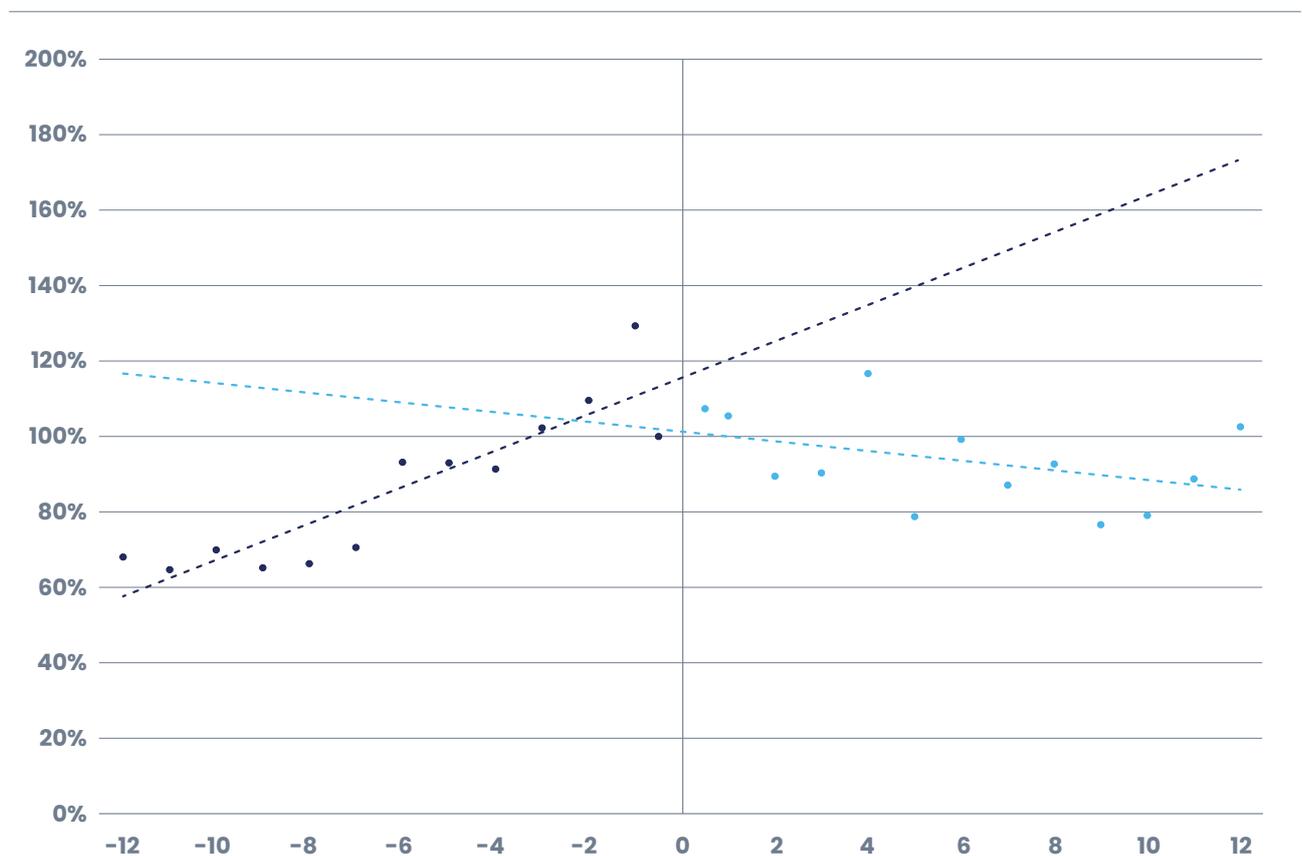
Un'analisi degli insuccessi delle elezioni presidenziali rivela un legame tra i due parametri. Ad esempio, nel 2016, anno in cui Donald Trump è stato eletto per la prima volta, due operazioni sono state bloccate dal Dipartimento di Giustizia, il cui presidente, lo ricordiamo, è nominato dal presidente del Paese.

Entrambi gli accordi riguardavano il settore dell'assicurazione sanitaria e sappiamo quanto Trump sia ostile alle politiche sociali. I repubblicani, d'altro canto, tendono ad avere un approccio più favorevole alle imprese, il che spiega perché gli **spread sono in media più stretti sotto le presidenze repubblicane**, riflettendo un livello di rischio percepito dal mercato inferiore.

Osserviamo inoltre che, a seconda del candidato eletto, **i rischi estremi possono essere più elevati a seconda delle tendenze protezionistiche o settoriali del Presidente** - e questo è il caso della presidenza Trump - con conseguente divergenza tra la mediana e la media.

**Figura 7:**  
Stati Uniti – Spreads: Tendenze prima e dopo le elezioni

● Prima delle elezioni    ●●● Regressione lineare (prima delle elezioni)  
● Dopo le elezioni        ●●● Regressione lineare (dopo le elezioni)



Fonte: Candriam

L'osservazione della media delle mediane per ogni settimana prima e dopo le elezioni, mostra come **gli spread tendano a divergere prima delle elezioni e a restringersi dopo**. Ciò può essere spiegato dal fatto che le elezioni presidenziali negli Stati Uniti restano innanzitutto un evento generatore di incertezza e che, una volta concluse le elezioni, l'incertezza e gli *spread* diminuiscono.

## 3.4. Impatto sul numero di transazioni annunciate

Un'amministrazione repubblicana, con una politica più liberale e una posizione più flessibile e tradizionale (e quindi più prevedibile) sulla regolamentazione anticoncorrenziale, sarà più favorevole alle operazioni di M&A. Il numero di operazioni potrebbe quindi essere più elevato durante i mandati repubblicani.

**Il livello degli spread è una componente importante della performance delle strategie di arbitraggio sulle fusioni** e può essere considerato come il "margine" sulla performance. È quindi fondamentale per la redditività delle nostre strategie. Mentre il successo delle strategie di arbitraggio del rischio dipende da questi *spread*, dipende anche dal numero di transazioni annunciate: **maggiore è il numero di transazioni annunciate, maggiore è la scelta di opportunità di investimento.**

Inoltre, un numero elevato di accordi annunciati può comportare un minor arbitraggio e, di conseguenza, maggiori opportunità per i gestori patrimoniali.

### Figura 8:

Numero di operazioni annunciate nei primi due anni di ogni mandato presidenziale

	2001-2002	2005-2006	2009-2010	2013-2014	2017-2018	2021-2022
<b>Numero di operazioni</b>	126	257	137	165	210	202
<b>Partito del presidente eletto</b>	Repubblicano	Repubblicano	Democratico	Democratico	Repubblicano	Democratico

Prestiamo particolare attenzione ai primi due anni di ogni mandato, poiché sono tradizionalmente i più attivi in termini operativi.

Fonte: Candriam, Bloomberg.

In questa tabella, possiamo vedere che **il numero di transazioni annunciate tende ad essere più alto durante i mandati repubblicani.**

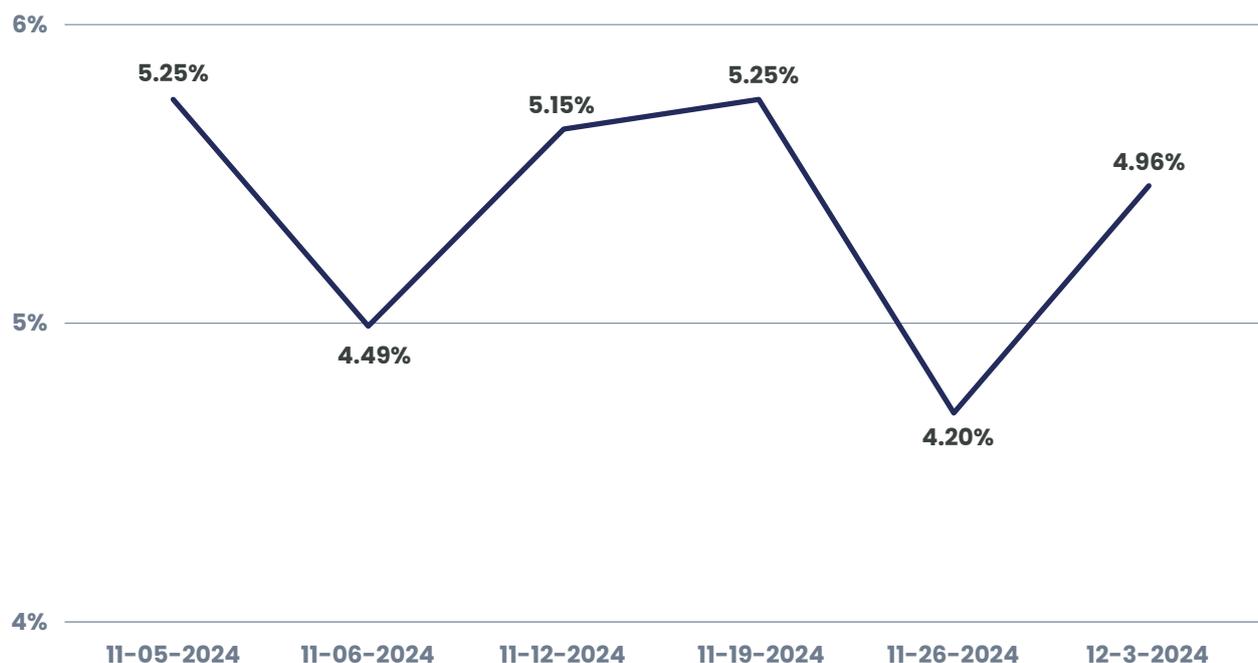
## 3.5. La situazione nel 2024

Le ultime elezioni presidenziali statunitensi, che hanno visto una netta vittoria di Donald Trump, confermano la nostra analisi.

Dopo le elezioni del 5 novembre, gli *spread* si sono immediatamente ristretti in previsione di un allentamento normativo, prima di divergere a seguito alla notizia che il Dipartimento di Giustizia aveva bloccato la transazione Amedysis/UnitedHealth<sup>5</sup>. In effetti, il Dipartimento di Giustizia, ancora sotto l'amministrazione Biden e con l'accordo in fase di analisi da oltre un anno, è riuscito a bloccarlo, innescando un ampliamento dello *spread*, con gli investitori preoccupati che la FTC e il Dipartimento di Giustizia stessero giungendo alla fine del periodo di analisi su diversi accordi e avessero ancora il potere di bloccarli prima dell'insediamento di Trump. A ciò si sono aggiunte le notizie di mercato che suggerivano che la FTC e/o il Dipartimento di Giustizia volevano ancora bloccare gli accordi prima dell'inaugurazione. Una volta che questi si sono attenuati, gli *spread* si sono ristretti.

**Figura 9:**

Evoluzione della mediana degli *spread* intorno alle elezioni presidenziali statunitensi di novembre 2024



Fonte: Candriam, Bloomberg

5 - Esempi di società in portafoglio

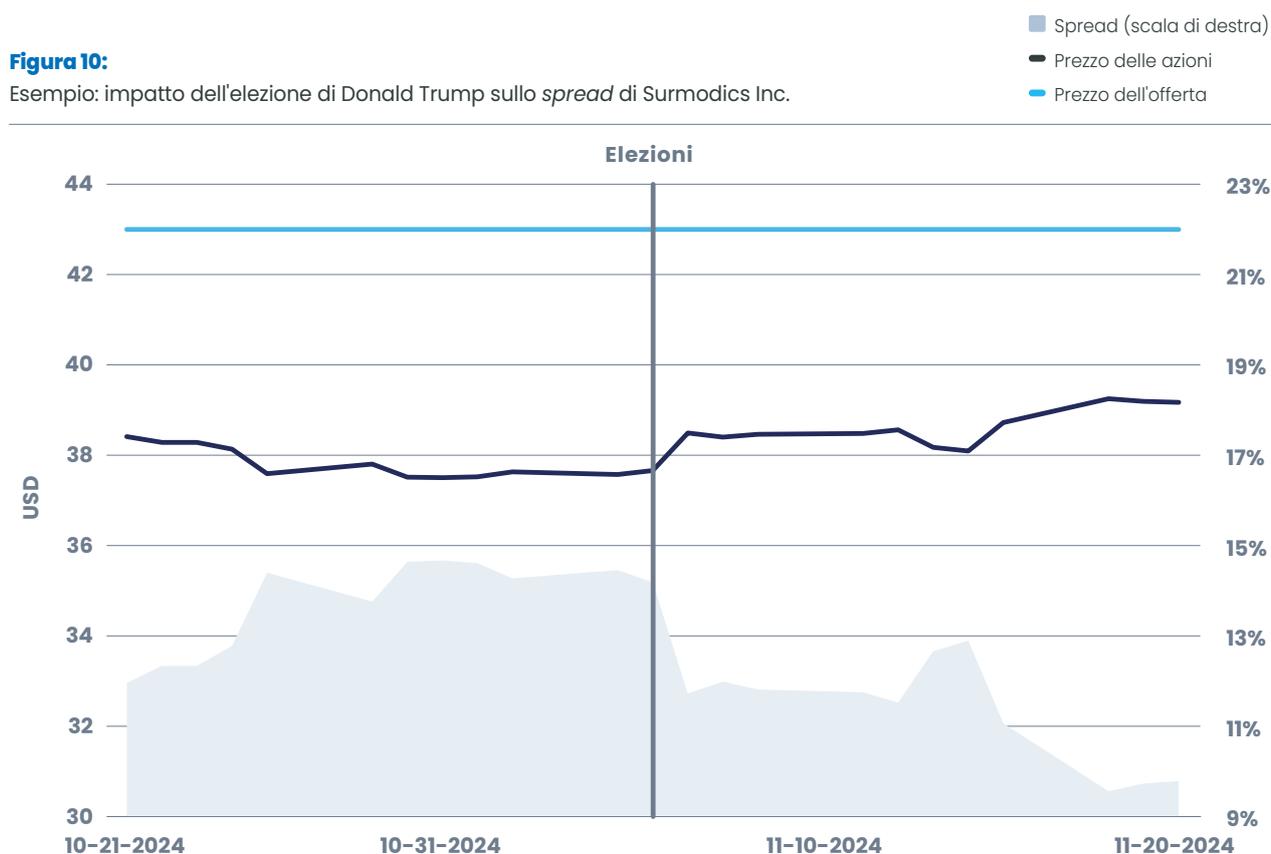
I due esempi seguenti illustrano questi fenomeni.

## Esempio 1 – Surmodics, Inc.<sup>6</sup>

Surmodics, azienda specializzata in tecnologie di rivestimento ad alte prestazioni per apparecchiature mediche intravascolari, è in fase di acquisizione da parte di GTCR Golder Rauner LLC, una società di *private equity* statunitense.<sup>7</sup> Poiché alcuni dei prodotti di Biocoat Inc, una delle società del portafoglio di GTCR, si sovrapponevano a quelli di Surmodics, la FTC ha avviato un'analisi approfondita della transazione. Tuttavia, i cambiamenti previsti presso la FTC dovrebbero rimuovere alcuni degli ostacoli a tale transazione. Di conseguenza, lo *spread* si è rapidamente ristretto, come mostrato nella Figura 9. In effetti, con l'elezione di Trump, questa transazione, che non richiede altra approvazione se non quella della FTC e che, a nostro avviso, non pone alcun problema significativo in termini di concorrenza, vede le sue possibilità di successo moltiplicarsi sotto un'amministrazione repubblicana.

**Figura 10:**

Esempio: impatto dell'elezione di Donald Trump sullo *spread* di Surmodics Inc.



Le performance passate non sono un indicatore affidabile delle performance future. In futuro i mercati potrebbero evolversi in modo molto diverso.

Fonte: Candriam, Bloomberg. Esempio di una società di portafoglio.

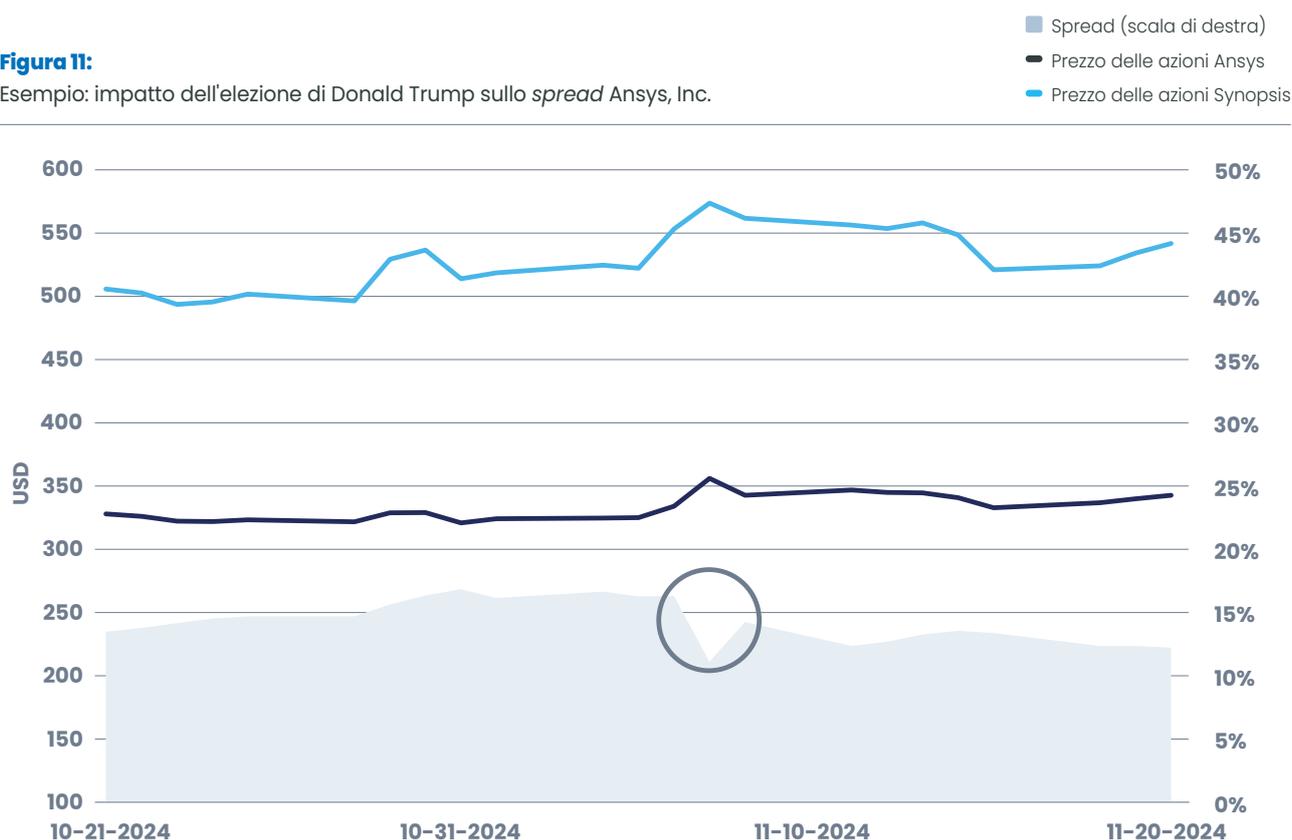
6 - Esempio di una società di portafoglio

7 - Surmodics stipula un accordo definitivo per essere acquisita da GTCR per \$ 43,00 per azione in contanti, che rappresenta un valore patrimoniale approssimativo di \$ 627 milioni. GTCR, <https://www.gtc.com/surmodics-enters-into-definitive-agreement-to-be-acquired-by-gtcr-for-43-00-per-share-in-cash-representing-an-approximate-equity-value-of-627-million/>

## Esempio 2 – Ansys, Inc.<sup>8</sup>

Ansys, Inc. è una multinazionale americana che sviluppa e commercializza software di simulazione ingegneristica per la progettazione, il collaudo e il funzionamento dei prodotti. Synopsis, uno dei suoi diretti concorrenti, il 5 gennaio 2024 ha presentato un'offerta per acquistare la società.<sup>9</sup> Dato che entrambe le società realizzano ingenti ricavi in Cina, è stata richiesta l'approvazione SAMR. La figura 10 mostra il leggero ampliamento dello *spread* il 6 novembre, il giorno dopo l'elezione di Donald Trump, con il mercato che prevedeva pessimi rapporti con la Cina. Il 7 novembre, tuttavia, abbiamo annunciato forti aumenti dei dazi su Messico e Canada, ma inferiori rispetto alle aspettative sulla Cina. Di conseguenza, lo *spread* si è ridotto, riflettendo questo potenziale miglioramento nelle relazioni sino-amicane.

**Figura 11:**  
Esempio: impatto dell'elezione di Donald Trump sullo *spread* Ansys, Inc.



Le performance passate non sono un indicatore affidabile delle performance future. In futuro i mercati potrebbero evolversi in modo molto diverso.

Fonte: Candriam, Bloomberg. Esempio di una società in portafoglio.

Questi due esempi illustrano la relazione tra risultati elettorali e *spread* (che si restringono o si allargano).

<sup>8</sup> - Esempio di una società di portafoglio

<sup>9</sup> - Synopsis acquisirà Ansys, creando un leader nelle soluzioni di progettazione dal silicio ai sistemi, <https://www.ansys.com/news-center/press-releases/1-16-24-synopsis-acquires-ansys>

# 2025: Un vento favorevole per il *merger arbitrage* ?

Le strategie di *merger arbitrage* sono strategie di investimento sofisticate progettate per sfruttare le inefficienze del mercato nelle transazioni di M&A. La nostra analisi dei fattori che influenzano gli *spread* delle *merger arbitrage* ci ha permesso di evidenziare i rischi e le opportunità associati a queste strategie.

Un'analisi empirica dell'evoluzione degli *spread* e dei tassi di fallimento durante i periodi elettorali negli Stati Uniti mostra che **c'è un impatto significativo delle politiche presidenziali sugli accordi di M&A e sugli *spread*:**

- Le politiche più liberali perseguite dai governi repubblicani forniscono un terreno fertile per le attività di M&A
- Le elezioni presidenziali generano incertezza che influenza le operazioni di *spread*: queste in genere si inaspriscono in caso di vittoria repubblicana, in previsione di regolamentazioni meno restrittive
- Il tasso di fallimento delle operazioni tende ad essere più elevato sotto la presidenza repubblicana

**Si prevede una ripresa per il business delle fusioni e acquisizioni?**

Con le elezioni presidenziali tenutesi poche settimane fa, l'incertezza è ormai alle nostre spalle.

La crescita degli Stati Uniti rimane solida, la Federal Reserve dovrebbe continuare ad allentare la politica monetaria e ad abbassare ulteriormente i tassi nel 2025, e l'amministrazione repubblicana eletta dovrebbe attuare politiche più liberali e favorevoli alle fusioni e acquisizioni. Questi segnali sono positivi per il business delle fusioni e acquisizioni che, dopo un rallentamento dovuto a quattro anni di pressione normativa, dovrebbe riprendere a crescere a partire dall'inizio del 2025. Ciò dovrebbe creare maggiori opportunità per gli arbitraggisti.

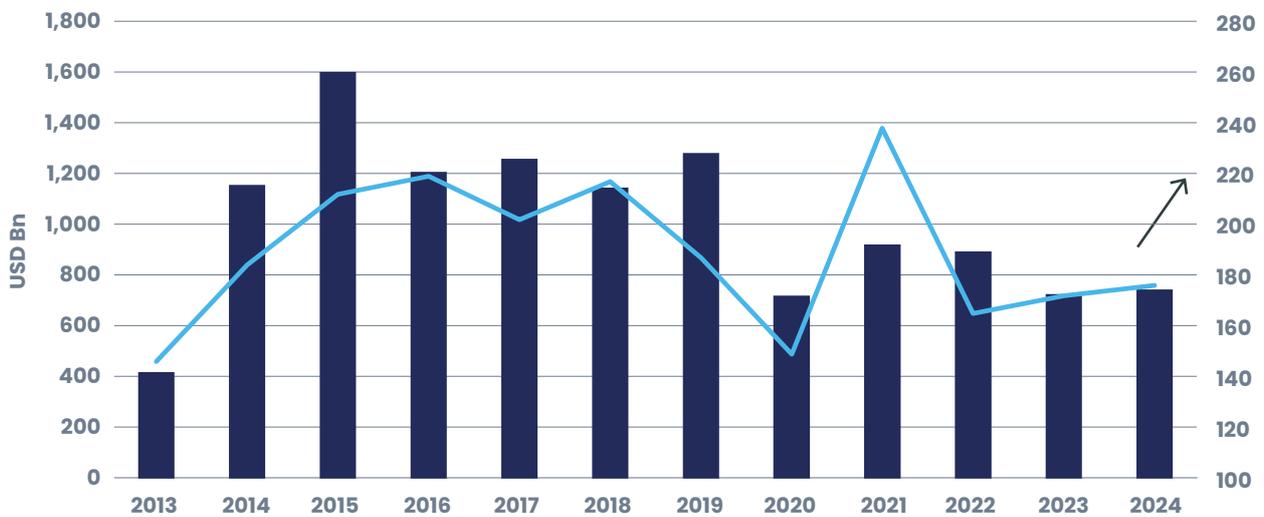
**La necessità di un'analisi rigorosa delle opportunità**

Tuttavia, è probabile che il contesto rimanga complesso, come dimostrano i tassi medi di fallimento delle transazioni. Per cogliere le migliori opportunità e offrire agli investitori il profilo rischio/rendimento più interessante possibile, **è essenziale che il gestore delle strategie di *merger arbitrage* abbia una conoscenza approfondita delle dinamiche di mercato, nonché dei parametri specifici di ciascuna transazione:** le posizioni strategiche, le condizioni e i rischi che comportano e, infine, la probabilità di successo. Ciò gli consentirà di costruire le posizioni che si ritengono più adatte a beneficiare degli *spread*.

**Figura 12:**

Fusioni e acquisizioni negli Stati Uniti dal 2013

■ Operazioni annunciate in miliardi di dollari (sinistra)  
 ● Numero di operazioni (destra)



Fonte: Candriam, Bloomberg, 31/12/2024.

In Candriam teniamo conto di questa analisi, pur restando consapevoli che, sebbene le pratiche anticoncorrenziali dovrebbero essere più favorevoli in questo nuovo mandato repubblicano, potrebbe esserci un rischio leggermente maggiore su alcuni tipi di transazioni (ad esempio quelle transfrontaliere). Saremo quindi attenti ad adattare la nostra esposizione alle operazioni in base al rischio percepito dal mercato, rispetto al rischio suggerito dalla nostra analisi. Inoltre, ci riserviamo la possibilità di aprire posizioni "short" per trarre vantaggio da potenziali eventi negativi per le

transazioni, quando reputiamo vi possa essere una probabilità più elevata rispetto a quella stimata dal mercato. Selezionando transazioni di durata più lunga e di qualità inferiore, le posizioni corte possono anche fungere da copertura per il portafoglio quando i tempi sono difficili per la strategia.

Ottimismo, consapevolezza del rischio e fiducia nel rigore del nostro approccio: è così che vediamo il 2025, che potrebbe essere **un anno favorevole per le strategie di merger arbitrage**.

## Rischi.

Tutti gli investimenti comportano rischi, compreso il rischio di perdita del capitale.

I principali rischi delle strategie di *risk arbitrage* sono:

- **rischio di perdita di capitale**
- **rischio azionario**
- **rischio sostenibilità**
- **rischio di controparte**
- **rischio connesso agli strumenti finanziari derivati**
- **rischio di arbitraggio**

Questo elenco non è esaustivo e ulteriori dettagli sui rischi associati all'investimento nella strategia di *risk arbitrage*, nonché la definizione di tali rischi, sono disponibili nei documenti normativi relativi alla strategia.



**149 Mld€**

AUM a fine  
Giugno 2024



**+600**

Professionisti  
esperti



**+ 25 anni**

leader negli  
investimenti sostenibili

**Questa è una comunicazione di marketing destinata agli investitori professionali e non professionali.** Il presente documento è fornito a solo scopo informativo e non costituisce un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari, né rappresenta una raccomandazione di investimento o conferma di alcun tipo di operazione. Sebbene Candriam selezioni accuratamente i dati e le fonti all'interno di questo documento, errori od omissioni non possono essere esclusi a priori. Candriam non può essere ritenuta responsabile per eventuali perdite dirette o indirette risultanti dall'uso di questo documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere rispettati in ogni momento, i contenuti di questo documento non possono essere riprodotti senza previa autorizzazione scritta.

**Avvertenza:** Performance o rendimenti passati di un determinato strumento finanziario o indice o di un servizio o strategia di investimento, o simulazioni di performance passate o previsioni di performance future non sono indicativi di rendimenti futuri. Performance e rendimenti lordi possono essere influenzati da commissioni, onorari e altre spese. Performance e rendimenti espressi in una valuta diversa da quella del paese di residenza dell'investitore sono soggetti alle fluttuazioni dei tassi di cambio, con un impatto negativo o positivo sui guadagni. Se il presente documento fa riferimento a uno specifico trattamento fiscale, tali informazioni dipendono dalla situazione individuale di ciascun investitore e possono cambiare.

Il rischio di perdita del capitale è a carico dell'investitore.

Informazioni sugli aspetti legati alla sostenibilità: le informazioni sugli aspetti legati alla sostenibilità contenute nella presente comunicazione sono disponibili sulla pagina web di Candriam <https://www.candriam.com/en/professional/sfdr/>.



**CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.**

**WWW.CANDRIAM.COM**

**CANDRIAM**   
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY