



Dipartimento di Business and Management
MSc in Strategic Management (LM-77)

Cattedra Finanza Aziendale Avanzato

Strategie di M&A e Creazione di Valore: Un'Analisi degli Approcci Programmatici

Prof.ssa Santella Rosella

RELATORE

Prof. Capasso Arturo

CORRELATORE

Matr. 784881 - Micozzi Sara

CANDIDATO

Anno Accademico 2024/2025

1.INTRODUZIONE 3

1.1 PREFAZIONE E CONTESTO DI RIFERIMENTO.....	3
1.2 CONTRIBUTI DELLA RICERCA ALLA LETTERATURA E ALLA PRATICA AZIENDALE	5
1.3 OBIETTIVI DELLA RICERCA E DOMANDA DI RICERCA	7
1.4 LIMITI DELLA RICERCA	8

2. STRATEGIE DI M&A 10

2.1 DEFINIZIONE DELLE OPERAZIONI DI M&A E CLASSIFICAZIONE	10
2.1.1 <i>Large Deal</i>	11
2.1.2 <i>Organic M&A</i>	14
2.1.3 <i>Selective M&A</i>	16
2.1.4 <i>Tactical M&A</i>	17
2.1.5 <i>Programmatic M&A</i>	19
2.2 LE OPERAZIONI DI M&A COME LEVA DI CRESCITA	21
2.2.1 <i>Evoluzione storica e cicli di M&A</i>	21
2.2.2 <i>L'impatto delle operazioni straordinarie sulla competitività aziendale</i>	23
2.3 IL VALORE GENERATO DAGLI M&A.....	25
2.3.1 <i>Sinergie Operative</i>	25
2.3.2 <i>Sinergie Finanziarie</i>	29
2.3.3 <i>Sinergie Strategiche</i>	32
2.4 RISCHI E CRITICITÀ NEGLI M&A: PERCHÉ MOLTE OPERAZIONI DISTRUGGONO VALORE	35

3. L'EFFICACIA DEGLI M&A PROGRAMMATICI RISPETTO ALLE OPERAZIONI SPORADICHE 43

3.1 BENEFICI DEGLI M&A PROGRAMMATICI.....	43
3.2 CONFRONTO TRA OPERAZIONI PROGRAMMATICHE E SPORADICHE	49
3.3 SFIDE E LIMITI NELL'APPROCCIO PROGRAMMATICO	55

4. ANALISI DEL CONTESTO ITALIANO: LE OPERAZIONI DI M&A NEL 2024 61

4.1 EVOLUZIONI E TREND DEL MERCATO M&A IN ITALIA	61
4.2 I SETTORI CON MAGGIORI INTENSITÀ DI OPERAZIONI STRAORDINARIE.....	69
4.3 IMPATTO DEGLI M&A PROGRAMMATICI IN ITALIA	71

5. METODOLOGIA DI RICERCA 76

5.1 STRUTTURA DELL'ANALISI.....	76
5.2 SELEZIONE DEL CAMPIONE E FONTI DI DATI.....	79
5.3 VARIABILI E INDICATORI UTILIZZATI	83
5.4 TECNICA DI ANALISI E MODELLO DI RICERCA	89

6. ANALISI DEI RISULTATI 93

6.1 ANALISI DESCRITTIVA DEL PANEL DI RIFERIMENTO	93
6.2 ANALISI INFERENZIALE: RELAZIONI TRA STRATEGIE DI M&A E CREAZIONE DI VALORE	97
6.3 ANALISI GLI M&A PROGRAMMATICI ALL'INTERNO DEI SETTORI ANALIZZATI: BEST-PRACTICE AZIENDALI	103
6.3.1 <i>ENI S.p.A.: Programmatic M&A nell'Energy</i>	105
6.3.2 <i>TXT e-solutions: Acquisizioni seriali per la crescita digitale</i>	109
6.3.3 <i>Interpump Group: consolidatore seriale nell'industria manifatturiera</i>	114

6.3.4 Multiply Group: Programmatic M&A nel fintech e BPO	118
6.4 ANALISI DELL'IMPATTO DELLE STRATEGIE DI M&A SULLA CREAZIONE DI VALORE NEI SETTORI HIGH-TECH E LOW-TECH ITALIANI.....	125
7. CONCLUSIONI E POSSIBILI SVILUPPI FUTURI	135
7.1 RIEPILOGO DELLE PRINCIPALI EVIDENZE EMPIRICHE	135
7.2 IMPLICAZIONI PER I DECISION MAKER	138
7.3 SPUNTI PER RICERCHE FUTURE E CONCLUSIONE.....	143
BIBLIOGRAFIA	146

1.Introduzione

1.1 Prefazione e contesto di riferimento

Le operazioni di *Mergers & Acquisitions* (M&A) rappresentano da decenni uno degli strumenti strategici più rilevanti per la crescita e il consolidamento delle imprese in mercati altamente competitivi e globalizzati, è fondamentale evidenziare che il modo in cui queste operazioni vengono pianificate ed eseguite gioca un ruolo determinante nel loro successo. Mentre le acquisizioni *stand-alone*, caratterizzate da operazioni isolate e di grande portata, hanno tradizionalmente dominato il panorama finanziario, un numero crescente di studi accademici e analisi di settore evidenzia come gli M&A programmatici siano in grado di creare un valore più sostenibile e ridurre i rischi connessi alle operazioni straordinarie.

Gli M&A programmatici si distinguono per un approccio sistematico e incrementale all'acquisizione di aziende, con operazioni più frequenti e di dimensioni moderate, integrate in una strategia di crescita coerente e a lungo termine. La letteratura accademica, con autori come Christensen et al. (2011) e Vinocur et al. (2023), evidenziano come le aziende che adottano strategie programmatiche di M&A abbiano un *Total Shareholder Return* (TSR) superiore e siano in grado di generare dei *Cumulative Abnormal Return* (CAR) positivi rispetto a quelle che effettuano acquisizioni isolate, grazie alla possibilità di sviluppare competenze specifiche nella gestione di operazioni complesse, mitigando i rischi e massimizzando le sinergie operative e strategiche.

Il TSR, precedentemente citato, rappresenta una misura sintetica della *performance* per l'azionista, calcolata come la somma tra l'apprezzamento del capitale (variazione del prezzo dell'azione) e i dividendi ricevuti nel tempo, assumendo il loro reinvestimento. Questa metrica, largamente utilizzata nella prassi finanziaria, consente di valutare l'effettiva creazione di valore dal punto di vista dell'investitore finale, indipendentemente dalla politica di distribuzione dei dividendi adottata dall'impresa (Mauboussin & Callahan, 2023; Čupić & Todorović, 2011). In quest'ottica, le strategie programmatiche risultano particolarmente efficaci poiché permettono di sviluppare competenze specifiche

nella gestione di operazioni complesse, mitigando i rischi e massimizzando le sinergie operative e strategiche, con impatti positivi e misurabili in termini di ritorno per gli azionisti.

Il CAR, invece, è una metrica tipica degli *event study* che cattura l'impatto di un evento specifico, come un annuncio di acquisizione, sul valore di mercato di un'impresa. Il rendimento anomalo per un dato giorno è calcolato come la differenza tra il rendimento effettivo del titolo e il rendimento atteso in assenza dell'evento, stimato tramite modelli come il *market model* o il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Il CAR si ottiene sommando questi rendimenti anomali su un periodo di tempo definito, noto come *event window*, che può variare in base alla natura dell'evento e all'obiettivo dell'analisi. (MacKinlay, 1997).

Mentre il TSR consente di valutare la capacità complessiva di una strategia di generare valore per gli azionisti nel tempo, il CAR permette di osservare la reazione immediata del mercato a eventi rilevanti, offrendo indicazioni sulla fiducia degli investitori e sull'efficacia comunicativa e strategica dell'operazione annunciata. In questo senso, la combinazione di TSR e CAR fornisce una visione complementare della *performance* di un'impresa che adotta un approccio programmatico alle acquisizioni: da un lato, misurando i ritorni consolidati nel tempo; dall'altro, analizzando la percezione di mercato nel breve periodo. L'efficacia degli M&A programmatici risiede proprio nella capacità di rafforzare entrambe queste dimensioni, attraverso lo sviluppo di competenze distintive nella gestione delle operazioni, la mitigazione dei rischi e la massimizzazione delle sinergie operative e strategiche.

A livello macroeconomico, le politiche industriali e finanziarie in atto a livello nazionale ed europeo favoriscono gli M&A programmatici. Attraverso iniziative volte a promuovere la crescita e la competitività delle imprese, l'Unione Europea riconosce il ruolo fondamentale delle operazioni di consolidamento nel migliorare la sostenibilità economica e la capacità innovativa. Sempre più aziende stanno orientandosi verso acquisizioni seriali piuttosto che operazioni isolate e ad alto rischio a causa degli incentivi fiscali e finanziari a sostegno delle acquisizioni e della crescente disponibilità di capitale per operazioni di *Private Equity* e *Venture Capital* (European Commission, 2020).

La digitalizzazione e la globalizzazione hanno modificato le dinamiche del mercato, rendendo necessarie strategie di M&A programmatici. Le aziende in settori ad alta innovazione hanno un vantaggio competitivo significativo quando possono integrare rapidamente nuove competenze, tecnologie e risorse umane attraverso acquisizioni mirate. Ad esempio, le aziende che fanno M&A programmatici, piuttosto che fare acquisizioni occasionali, tendono a distribuire meglio le risorse e a entrare in nuovi mercati più rapidamente. Gli M&A programmatici stanno dunque diventando sempre più popolari in questa situazione perché sono in grado di combinare crescita sostenibile, riduzione del rischio e creazione di valore nel lungo periodo (BCG, 2023).

1.2 Contributi della ricerca alla letteratura e alla pratica aziendale

L'analisi degli M&A programmatici ha guadagnato crescente attenzione nella letteratura accademica e nella pratica aziendale per il loro potenziale di creare valore in modo più sostenibile rispetto ad altre strategie di acquisizione. Questo studio contribuisce al dibattito in corso fornendo una prospettiva empirica e teorica sulla superiorità del M&A Programmatico rispetto a *Large Deals*, *Selective M&A*, *Organic M&A* e *Tactical M&A*, proponendosi di colmare le lacune esistenti nella comprensione dell'efficacia degli M&A programmatici, fornendo evidenze quantitative sulle performance finanziarie e strategiche nel medio-lungo periodo.

Dal punto di vista accademico, la ricerca si inserisce nel filone degli studi che analizzano il legame tra strategie di acquisizione e creazione di valore per gli azionisti. Studi recenti, tra cui quelli svolti tra le più famose società di consulenza strategica, come BCG (2022) e McKinsey & Company (2023), hanno evidenziato che le aziende che adottano un approccio programmatico creano rendimenti anomali positivi e generano ritorni azionari superiori rispetto a quelle che si affidano a operazioni sporadiche di grande portata. Queste operazioni mostrano una maggiore capacità di mitigare il rischio (BCG, 2022) ed una migliore pianificazione strategica permettendo la riduzione della volatilità e migliorando la prevedibilità dei risultati aziendali, guidando la sostenibilità del valore a lungo termine.

Dal punto di vista della pratica aziendale, lo studio fornisce implicazioni manageriali fondamentali per i *decision-maker* coinvolti nelle strategie di crescita inorganica. Le aziende che implementano una strategia programmatica di M&A beneficiano di un'integrazione più fluida delle aziende acquisite, riducendo le difficoltà operative e finanziarie che spesso caratterizzano le operazioni sporadiche di grande portata. Inoltre, la continuità delle acquisizioni permette di sviluppare una cultura organizzativa più coesa, facilitando il trasferimento di competenze e conoscenze tra le diverse entità aziendali (McKinsey & Company, 2023). L'esperienza accumulata nel tempo migliora anche la capacità di selezionare target di acquisizione più in linea con la strategia aziendale e di massimizzare le sinergie operative e finanziarie.

Un altro contributo rilevante della ricerca riguarda la relazione tra M&A programmatici e riduzione della frammentazione settoriale. In settori caratterizzati da un elevato numero di piccole e medie imprese, come quello manifatturiero o tecnologico, l'integrazione progressiva attraverso acquisizioni seriali consente di rafforzare la competitività complessiva del settore. Questo fenomeno è supportato da studi che evidenziano come un mercato meno frammentato porti a economie di scala, riduzione dei costi di transazione e maggiore capacità di innovazione (Angwin et al., 2022). Il presente studio analizzerà tali dinamiche con particolare riferimento al contesto europeo e italiano, dove la frammentazione settoriale rappresenta una delle principali barriere alla crescita sostenibile delle imprese.

Secondo Rudnicki et al. (2021), le acquisizioni seriali favoriscono il trasferimento di conoscenze e il miglioramento delle capacità innovative all'interno delle aziende, rendendo il modello programmatico una leva strategica per la competitività aziendale. Le imprese che adottano una strategia programmatica tendono a investire maggiormente in ricerca e sviluppo, sfruttando le risorse e le competenze acquisite per migliorare la propria offerta di prodotti e servizi. Questo effetto è particolarmente evidente nei settori ad alta intensità tecnologica, come il farmaceutico e il digitale, dove la capacità di adattarsi rapidamente alle evoluzioni del mercato rappresenta un vantaggio competitivo determinante.

L'obiettivo finale è quello di fornire evidenze empiriche e concetti utili per le imprese che desiderano ottimizzare le loro strategie di M&A configurando un quadro chiaro e dettagliato sui benefici di questo approccio rispetto alle altre strategie di acquisizione, mettendo in evidenza come esso possa rappresentare un motore di crescita sostenibile e di creazione di valore nel lungo periodo.

1.3 Obiettivi della ricerca e domanda di ricerca

L'obiettivo principale di questa ricerca è analizzare l'efficacia degli M&A programmatici rispetto ad altre tipologie di operazioni straordinarie, tra cui *Large Deals*, *Selective M&A*, *Organic M&A* e *Tactical M&A*, con particolare riferimento alla creazione di valore per gli azionisti e i rendimenti generati da queste operazioni. Attraverso un'analisi comparativa tra questi diversi approcci di acquisizione, lo studio intende fornire una valutazione quantitativa e qualitativa delle performance finanziarie e strategiche generate da queste operazioni di diversa configurazione rispetto a quelle tradizionali.

Il *purpose* specifico dell'elaborato consiste nel comprendere in che modo gli M&A programmatici favoriscano una maggiore stabilità e prevedibilità nei rendimenti finanziari delle imprese rispetto alle acquisizioni sporadiche. La letteratura evidenzia come le aziende che adottano un approccio di acquisizione seriale tendano a sviluppare competenze avanzate nell'integrazione delle società acquisite, migliorando la gestione del rischio e incrementando in questo modo il valore generato per *shareholder* e *stakeholder* (Christensen et al., 2011). In particolare, l'analisi si concentrerà sulla valutazione della stabilità dei rendimenti generati da operazioni di M&A programmatici nel contesto italiano, prendendo in esame i casi più significativi degli ultimi anni. L'intento è quello di verificare se tali operazioni, pianificate e ripetute nel tempo, risultino effettivamente più vantaggiose rispetto ad acquisizioni isolate o di natura opportunistica, contribuendo in misura maggiore alla creazione di valore sostenibile nel lungo periodo. Sarà quindi cruciale osservare in che modo queste strategie si siano tradotte in performance più coerenti e resilienti, rispetto ad altre operazioni straordinarie condotte da imprese italiane operanti in diversi settori.

Alla luce di questi obiettivi, la ricerca si propone di rispondere alla seguente domanda centrale: *In che modo gli M&A programmatici si dimostrano più efficaci rispetto ad altre tipologie di operazioni straordinarie, tra cui Large Deals, Selective M&A, Organic M&A e Tactical M&A, nella creazione di valore per le imprese?*

A supporto di questa domanda principale, verranno indagate le seguenti questioni:

- *Quali fattori influenzano il successo degli M&A programmatici rispetto a quelli sporadici?*
- *Qual è l'effetto di queste operazioni sul rendimento degli azionisti?*

L'analisi dei dati sarà basata su fonti finanziarie primarie e secondarie, con l'utilizzo di indicatori di performance aziendale e metodologie quantitative. Questa impostazione consentirà di ottenere evidenze empiriche robuste e di fornire suggerimenti concreti per imprese e *decision-maker* coinvolti in strategie di crescita attraverso M&A programmatici.

1.4 Limiti della ricerca

Come ogni studio empirico, anche questa ricerca presenta una serie di limiti metodologici e concettuali che devono essere presi in considerazione per interpretare correttamente i risultati. La complessità dell'analisi degli M&A programmatici rispetto ad altre tipologie di operazioni di acquisizione richiede l'adozione di metriche robuste e una chiara definizione delle variabili utilizzate.

Un primo limite riguarda la disponibilità e qualità dei dati. Sebbene fonti come *Orbis*, *Refinitiv* e *MergerMarket* forniscano dati finanziari dettagliati sulle operazioni di M&A, la classificazione delle diverse tipologie di acquisizioni non è direttamente disponibile nelle banche dati, ma deriva da definizioni teoriche e accademiche. Per questa ragione, in questa ricerca la distinzione tra operazioni programmatiche e non programmatiche verrà effettuata attraverso la traduzione delle definizioni presenti in letteratura in specifiche variabili. Se tutte queste variabili saranno soddisfatte in un'operazione straordinaria, essa

verrà considerata programmatica. Questo approccio consente un'analisi più rigorosa e adattabile, ma richiede un'attenta selezione e validazione delle variabili per garantire risultati affidabili.

Un secondo limite è rappresentato dalla misurazione dell'impatto delle operazioni sugli azionisti e sul valore aziendale. In questa ricerca è stato adottato il *Total Shareholder Return* (TSR) come indicatore di performance post-acquisizione, in quanto consente di catturare in modo sintetico la variazione complessiva del rendimento per l'azionista, includendo sia l'apprezzamento del titolo sia i dividendi distribuiti. Tuttavia, il TSR presenta alcune criticità: esso riflette l'andamento del titolo in un determinato periodo ma può essere influenzato da numerosi fattori esogeni indipendenti dall'operazione di M&A, quali condizioni macroeconomiche, dinamiche settoriali o eventi straordinari. Inoltre, l'orizzonte temporale scelto per la misurazione può condizionare in modo rilevante i risultati, penalizzando operazioni il cui valore si manifesta nel lungo periodo.

Un altro aspetto critico riguarda la causalità tra strategia di acquisizione e *performance* aziendale. Anche se le analisi inferenziali utilizzate (correlazione, t-test, ANOVA) non permettono di controllare alcuni fattori confondenti, non è sempre possibile isolare completamente l'effetto specifico della strategia programmatica rispetto ad altre tipologie di acquisizioni. Le aziende che adottano un approccio programmatico potrebbero avere caratteristiche strutturali diverse dalle altre, rendendo difficile attribuire causalmente il loro successo esclusivamente alla strategia di acquisizione adottata.

La segmentazione settoriale costituisce un ulteriore limite. Gli effetti delle operazioni di M&A programmatici possono variare in base al settore industriale considerato. Alcuni settori, come quello energetico, tendono a trarre maggiori benefici dalle acquisizioni ripetute grazie alla rapida innovazione e all'integrazione delle competenze. Al contrario, settori più tradizionali potrebbero non riscontrare gli stessi vantaggi, rendendo complesso generalizzare i risultati della ricerca (Rudnicki et al., 2021).

Nonostante questi limiti, la ricerca fornisce un contributo significativo alla letteratura esistente e offre indicazioni utili per le imprese e i policy-maker. Comprendere le criticità dell'analisi aiuta a interpretare i risultati con maggiore consapevolezza e a identificare

possibili sviluppi futuri per migliorare l'efficacia degli M&A programmatici nelle strategie di crescita aziendale.

2. Strategie di M&A

2.1 Definizione delle operazioni di M&A e classificazione

Le strategie di fusione e acquisizione simboleggiano un importante veicolo strategico utilizzato dalle imprese per perseguire crescita, innovazione e competitività. Pur accomunate dall'obiettivo generale di generare valore aziendale, queste operazioni possono assumere forme estremamente diverse, ognuna delle quali porta con sé specifiche implicazioni strategiche, gestionali e operative.

In particolare, è possibile individuare cinque principali categorie strategiche di M&A: *Large Deal*, *Organic M&A*, *Selective M&A*, *Tactical M&A* e *Programmatic M&A*.

I *Large Deals*, acquisizioni di grande portata economica, mirano generalmente a trasformazioni radicali del *business* o alla conquista di una *leadership* di settore, ma comportano significativi rischi legati alla complessità gestionale e alla difficoltà di integrazione post-acquisizione, spesso associati a risultati negativi per l'acquirente.

Al contrario, gli *Organic M&A* cercano di combinare i benefici della crescita organica con quelli derivanti da acquisizioni esterne, permettendo di mitigare i rischi di integrazione e favorendo la sostenibilità nel lungo periodo.

Le acquisizioni selettive, invece, concentrano il potere economico in poche grandi imprese mediante acquisizioni mirate di aziende di dimensioni pari o superiori, spesso creando effetti rilevanti sulla struttura competitiva del mercato e aumentando il rischio di instabilità economica sistemica.

I *Tactical M&A* si basano su numerose acquisizioni di piccole dimensioni, finalizzate principalmente all'integrazione di competenze e tecnologie specifiche, risultando particolarmente efficaci in settori altamente innovativi e dinamici.

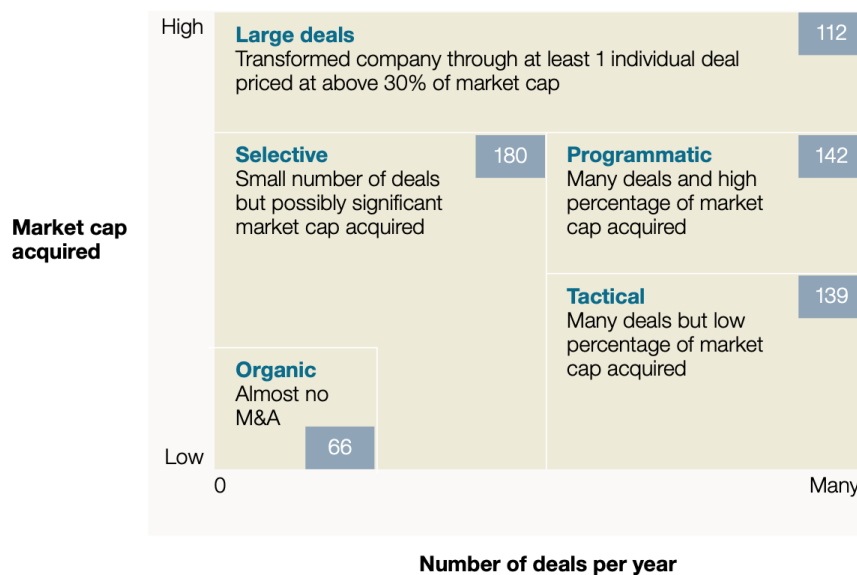
Il *Programmatic M&A* rappresenta la strategia più promettente e sostenibile nel panorama attuale. Caratterizzato da un approccio continuo e sistematico di acquisizioni di piccola e media dimensione orientato a temi strategici precisi, consente alle aziende una maggiore flessibilità operativa, una migliore gestione delle integrazioni e una superiore capacità di adattarsi a contesti economici incerti, risultando pertanto una soluzione particolarmente efficace per la creazione di valore aziendale nel lungo periodo.

Figura 1: Classificazione delle strategie di M&A in base a frequenza e dimensione delle operazioni

Fonte: Rehm et al., 2012. *Taking a longer-term look at M&A value creation*. McKinsey & Company.

Global 1,000 nonbanking companies, 1999–2010 (ie, 639 institutions for which data are available through 2010)

■ Number of companies in given category



2.1.1 Large Deal

In letteratura e nella prassi professionale, le operazioni di M&A vengono classificate come *large deals* quando l'ammontare dell'operazione supera una soglia significativa rispetto alla dimensione dell'acquirente. Una definizione largamente adottata identifica tali operazioni come quelle il cui valore eccede il 30% della capitalizzazione di mercato

dell'acquirente al momento dell'annuncio, configurandosi quindi come transazioni di elevata materialità strategica ed economica (McKinsey, 2016). Tali operazioni, spesso superiori al miliardo di dollari, vengono intraprese con finalità strategiche di ampio respiro, come la trasformazione del business, l'ingresso in nuovi mercati o il consolidamento della *leadership* settoriale.

Nonostante l'apparente potenziale trasformativo, l'evidenza empirica suggerisce che i *large deals* tendano a comportare un rischio elevato di distruzione di valore per l'acquirente. Secondo uno studio condotto da Alexandridis et al. (2013), le acquisizioni di *target* di grandi dimensioni sono sistematicamente associate a rendimenti anomali negativi per l'acquirente al momento dell'annuncio. In particolare, l'effetto negativo sull'*announcement return* aumenta proporzionalmente con la dimensione della *target*: per ogni incremento di una deviazione standard nella dimensione relativa del target, il rendimento anomalo negativo dell'acquirente aumenta in media dell'1,1% (Deloitte, 2012).

Un dato interessante emerso dallo studio di Alexandridis et al. (2013) riguarda la relazione tra dimensione del target e premio di acquisizione. Contrariamente all'idea secondo cui le acquisizioni di grande entità implicherebbero premi elevati per via della maggiore visibilità o rilevanza strategica delle *target* i risultati empirici mostrano una correlazione negativa tra dimensione della società acquisita e premio pagato. Le aziende acquirenti tendono, infatti, a pagare premi più bassi nelle operazioni con *target* di grandi dimensioni. Il premio medio per le aziende nel terzile più alto per dimensione è del 36,5%, contro il 52,6% per quelle nel terzile più basso. Tale risultato può essere interpretato alla luce della maggiore cautela da parte del *management* nel valutare e gestire operazioni di notevole entità, nonché della minore competizione per le grandi *target*, spesso meno contendibili. Nonostante ciò, i *large deals* generano frequentemente perdite significative per l'acquirente. Questo apparente paradosso può essere spiegato con il concetto di *deal complexity*: operazioni di questa scala comportano livelli più elevati di complessità organizzativa, gestionale e culturale, che spesso impediscono una corretta integrazione post-fusione.

Un elemento centrale nella valutazione dell'efficacia dei *large deals* riguarda la gestione dell'integrazione post-fusione; infatti, secondo uno studio di Deloitte (2012) circa il 70% della distruzione di valore nelle operazioni di M&A deriva da carenze nella fase di integrazione post-merger. L'evidenza empirica suggerisce che il fallimento di molte operazioni di grande entità non risiede tanto nella fase di negoziazione o nella stima del valore delle sinergie attese, quanto nella difficoltà di gestire la complessità organizzativa, culturale e tecnologica che segue il completamento dell'operazione. I grandi M&A sono maggiormente esposti a problematiche legate alla disomogeneità dei modelli gestionali, alla duplicazione dei processi decisionali e alla resistenza al cambiamento da parte delle persone coinvolte.

La letteratura accademica ha sottolineato come la fase d'integrazione rappresenta il momento critico per la creazione effettiva di valore nelle operazioni straordinarie, ed autori come Shrivastava (1986) hanno definito l'integrazione *post-merger* come “*un processo articolato che coinvolge non solo la fusione di strutture fisiche e operative, ma anche di sistemi culturali, pratiche manageriali e incentivi individuali*”.

Casi noti come *AOL–Time Warner*, *Daimler–Chrysler* e *Sprint–Nextel* forniscono esempi concreti di come l'assenza di un'integrazione efficace possa compromettere operazioni altrimenti motivate da una logica industriale coerente. Nel primo caso, le divergenze culturali e l'assenza di governance integrata portarono alla distruzione di oltre 200 miliardi di valore di mercato entro due anni (Business Week, 2002). La fusione tra Daimler-Benz e Chrysler fu caratterizzata da profonde incompatibilità gestionali che impedirono sinergie operative e portarono alla cessione di Chrysler a un quarto del suo valore d'acquisto (Rovit & Lemire, 2003). Il caso Sprint–Nextel, invece, evidenziò le criticità tecnologiche e operative nel fondere due infrastrutture di rete incompatibili, con conseguente perdita della customer base e svalutazioni significative (Bloomberg, 2013).

Dal punto di vista comportamentale, è importante analizzare anche il ruolo dell'*overconfidence* manageriale nelle grandi operazioni, difatti gran parte della letteratura, lega l'*overpayment* alla fiducia eccessiva dei CEO (Malmendier & Tate, 2008).

Un ulteriore elemento critico è rappresentato dalla difficoltà di estrarre sinergie reali da acquisizioni di grande scala. I *large deals* tendono ad avere rendimenti per dollaro investito inferiori rispetto alle acquisizioni più contenute. In media, le acquisizioni di grandi target comportano una riduzione del valore di mercato dell'acquirente pari al 18% del controvalore della transazione, con perdite che possono superare i 500 milioni di dollari nel solo periodo dell'annuncio.

Alla luce di quanto emerso, i *large deals* si configurano come strumenti di trasformazione ad alto impatto, ma intrinsecamente esposti a criticità operative e strategiche. La loro efficacia non può essere data per scontata e richiede un approccio disciplinato, supportato da processi strutturati di due diligence, da una governance solida e da capacità manageriali orientate all'integrazione. Quando queste condizioni non sono soddisfatte, le potenzialità di creazione di valore vengono rapidamente oscurate dal rischio di disallineamento e distruzione di capitale.

2.1.2 Organic M&A

Gli *Organic M&A* (fusioni e acquisizioni "organiche") rappresentano una strategia di crescita aziendale che cerca di unire gli elementi distintivi delle fusioni tradizionali con le caratteristiche tipiche della crescita organica. Tradizionalmente, la letteratura accademica tende a distinguere nettamente tra crescita organica che si verifica tramite sviluppo interno come incremento delle vendite, espansione del portafoglio clienti o miglioramento operativo interno e crescita inorganica, solitamente realizzata tramite fusioni e acquisizioni esterne (Dalton, 2006). Questa distinzione, sebbene utile per classificare le diverse strategie aziendali, ha spesso portato a una comprensione limitata delle effettive dinamiche e potenzialità di crescita sostenibile a disposizione delle imprese.

L'importanza strategica degli *Organic M&A* deriva proprio dalla possibilità di superare questa rigida dicotomia, permettendo alle aziende di perseguire una crescita sostenibile combinando elementi di entrambe le modalità (Achtenhagen et Al., 2017). La crescita organica è molto apprezzata dai mercati finanziari per la sua capacità di generare valore

a lungo termine attraverso relazioni consolidate con i clienti, un *brand* solido e una cultura organizzativa coesa e ben definita. Questa modalità di crescita consente anche un maggiore controllo interno dei processi aziendali e un minore rischio operativo. Al contrario, la crescita attraverso acquisizioni tradizionali presenta spesso rischi elevati di integrazione culturale, gestionale e operativa, che frequentemente determinano ritorni economici negativi per l'acquirente (Dalton, 2006). Questi rischi possono derivare da divergenze profonde nella cultura aziendale, processi operativi incompatibili o difficoltà nella gestione delle risorse umane.

In un contesto competitivo sempre più dinamico e imprevedibile, l'approccio degli *Organic M&A* diventa strategico soprattutto quando le aziende mirano a espandere rapidamente il proprio portafoglio prodotti o ad entrare in nuovi mercati senza perdere l'identità e la cultura aziendale originale (Espínola-Arredondo et. Al., 2019). Le acquisizioni tra imprese operanti nello stesso settore, o in settori contigui, permettono spesso di integrare sinergicamente risorse e competenze complementari, riducendo il rischio di incompatibilità culturali e operative che caratterizzano le acquisizioni classiche. Ciò può includere benefici derivanti dalla condivisione delle migliori pratiche operative, dalla standardizzazione dei processi produttivi e distributivi, e da un uso più efficace delle risorse umane e tecnologiche disponibili.

La scelta degli *Organic M&A* richiede che le aziende coinvolte possiedano una flessibilità organizzativa adeguata, *leader* con un chiaro orientamento collaborativo e un sistema interno pronto ad accogliere e integrare le nuove risorse. È essenziale che la *leadership* sia fortemente impegnata nella costruzione di una visione condivisa e nel promuovere un clima organizzativo aperto e inclusivo. Inoltre, quando la differenziazione dei prodotti e i costi di produzione risultano relativamente simili, queste fusioni possono migliorare significativamente la condizione aziendale complessiva, incrementando l'efficienza e la redditività senza sacrificare l'identità aziendale originaria.

È fondamentale, però, tenere presente che sebbene gli *Organic M&A* possano mitigare alcuni dei tradizionali rischi di acquisizione, rimangono comunque operazioni complesse e delicate. Esse necessitano di un'attenta pianificazione strategica, che includa una

valutazione precisa delle complementarità esistenti tra le aziende coinvolte e delle sinergie effettivamente realizzabili.

2.1.3 Selective M&A

I *Selective M&A* (Fusioni e Acquisizioni selettive) rappresentano una specifica strategia di aggregazione aziendale mediante la quale le imprese acquirenti selezionano intenzionalmente aziende target aventi dimensioni uguali o superiori alle proprie, mirando a creare sinergie strategiche e operative di notevole impatto. Questa scelta mirata provoca una dinamica di concentrazione economica, riducendo la dispersione della struttura di mercato e aumentando il grado di controllo esercitato dalle aziende più grandi. La rilevanza di tale strategia ha stimolato l'interesse accademico e professionale, conducendo a studi approfonditi basati sull'analisi di reti complesse di imprese, che evidenziano importanti conseguenze sulla stabilità del mercato e sulle dinamiche competitive a lungo termine.

In uno studio empirico di Goto et al. (2017) effettuato su oltre 41.000 eventi di M&A realizzati in Giappone nell'arco di 40 anni, si è osservato che le aziende di maggiori dimensioni hanno una probabilità significativamente più alta di effettuare fusioni rispetto a quelle più piccole. Questo fenomeno risulta inoltre in crescita continua, contribuendo alla formazione di un mercato caratterizzato da situazioni monopolistiche instabili, dove poche grandi imprese esercitano una netta supremazia. La dominanza di tali realtà economiche limita significativamente le possibilità di sviluppo delle aziende di medie dimensioni, ostacolando di fatto l'entrata di nuovi attori nel mercato e riducendo la competitività complessiva del settore. Attraverso simulazioni numeriche basate su metodologie *Monte Carlo*, è stato possibile confermare che questo tipo di selettività favorisce un'accentuata concentrazione del potere economico, generando cicli di instabilità periodici, particolarmente evidenti quando l'impresa dominante subisce una crisi o fallisce, lasciando spazio ad un nuovo soggetto economico che ne prende il posto.

La dinamica dei *Selective M&A* si collega strettamente al principio noto come "*preferential attachment*" (attaccamento preferenziale), un concetto cardine nella teoria

delle reti complesse, con particolare applicabilità alle reti economiche, secondo tale principio, le aziende più grandi acquisiscono una maggiore attrattività per future fusioni e acquisizioni, potenziando ulteriormente il loro vantaggio competitivo e generando un circolo virtuoso in grado di consolidare sempre di più la loro posizione dominante nel mercato (Barabási e Albert, 1999). Questo meccanismo contribuisce in modo significativo alla creazione di barriere all'ingresso molto alte, penalizzando fortemente le piccole e medie imprese che faticano ad acquisire una dimensione sufficiente a competere efficacemente con i leader di mercato (Miura et al., 2012).

Le implicazioni dei *Selective M&A* sono numerose e riguardano principalmente la governance economica e la regolamentazione dei mercati. L'aumento del grado di concentrazione determinato dalle fusioni selettive è responsabile dell'incremento della disuguaglianza economica tra le aziende, fenomeno che trova conferma in indicatori statistici come l'indice di Gini aziendale. Tale disuguaglianza non solo riflette una disparità nella distribuzione delle risorse economiche, ma pone anche le basi per potenziali crisi sistemiche, in cui il collasso di un'impresa dominante potrebbe determinare gravi ripercussioni sull'intera struttura economica globale (Vitali et al., 2011).

Le operazioni di questa tipologia richiedono un'analisi strategica approfondita e un costante monitoraggio degli effetti collaterali non immediatamente evidenti, a causa delle loro dinamiche articolate e talvolta controintuitive. Sebbene possano effettivamente garantire vantaggi competitivi e aumentare l'efficienza operativa nel breve periodo, queste operazioni rischiano di compromettere, nel lungo termine, il tessuto economico favorendo la concentrazione e limitando la diversificazione, entrambi elementi essenziali per un mercato sano, dinamico e resiliente.

2.1.4. Tactical M&A

I *Tactical M&A* rappresentano una strategia di acquisizione caratterizzata da numerose operazioni di piccole dimensioni che, nel loro complesso, costituiscono una percentuale relativamente contenuta della capitalizzazione di mercato dell'acquirente. Questo

approccio strategico, sebbene condivida con le acquisizioni programmatiche l'idea di una serie continua di transazioni, differisce sostanzialmente in quanto ciascuna transazione risulta essere individualmente e cumulativamente meno significativa in termini di capitale investito. Al contrario, le acquisizioni programmatiche tendono a includere accordi più consistenti, che rappresentano una parte significativa del valore aziendale acquisito nel tempo (Daume et. Al., 2021).

Secondo studi approfonditi realizzati da McKinsey (2012), i *Tactical M&A* sono spesso adottati con l'obiettivo di rafforzare o ampliare le capacità operative già esistenti di un'organizzazione, utilizzando le acquisizioni come strumenti strategici per colmare specifiche lacune di prodotto, migliorare l'efficienza distributiva o accelerare il percorso di innovazione tecnologica.

Un caso emblematico è quello di *Microsoft*, azienda che ha frequentemente adottato questa strategia acquisendo piccole imprese innovative per integrare rapidamente nuove funzionalità all'interno dei suoi prodotti principali, stimolando così gli utenti a passare alle nuove versioni e mantenendo una posizione competitiva sul mercato (McKinsey, 2012). Allo stesso modo, imprese manifatturiere come *Foxconn Electronics* hanno fatto largo uso di acquisizioni tattiche per diversificare e approfondire le proprie competenze tecniche e industriali, oltre che per consolidare una maggiore integrazione verticale nella propria catena produttiva, garantendo così una risposta più tempestiva ed efficace alle mutevoli esigenze del mercato (McKinsey, 2012).

Un punto essenziale evidenziato dalle analisi empiriche riguarda la particolare efficacia dei *Tactical M&A* nei settori ad alta intensità tecnologica e industriale. Questi comparti si distinguono infatti per la rapidità dell'evoluzione tecnologica e per la necessità continua di aggiornare le competenze produttive e distributive (Daume et. Al., 2021). In simili contesti competitivi e innovativi, le acquisizioni tattiche permettono alle imprese di acquisire rapidamente nuove competenze e tecnologie, consolidando o migliorando il proprio posizionamento competitivo senza incorrere nei rischi e nelle difficoltà gestionali generalmente connessi alle operazioni di acquisizione più grandi e complesse.

Pur essendo generalmente considerate meno rischiose rispetto ad altre strategie di acquisizione, quali i *"large deal"* o le strategie basate esclusivamente sulla crescita

organica, anche i *Tactical M&A* presentano alcune criticità da tenere in considerazione. La principale sfida riguarda la necessità di sviluppare e mantenere solide competenze interne relative alla gestione, all'integrazione post-acquisizione e al monitoraggio continuo delle aziende acquisite (Daume et. Al., 2021). In particolare, risulta cruciale disporre di metodologie efficaci per individuare rapidamente opportunità strategiche e per realizzare processi di integrazione efficaci, capaci di massimizzare il valore delle operazioni e creare sinergie di lungo periodo.

Da una prospettiva strategica più ampia, emerge che i *Tactical M&A* siano strumenti estremamente flessibili e adattivi, particolarmente adatti ad aziende operanti in mercati dinamici, altamente innovativi e soggetti a rapidi cambiamenti. Per sfruttare pienamente le potenzialità di questa strategia, le imprese devono essere in grado di interpretare tempestivamente le evoluzioni del mercato, acquisire capacità avanzate di scouting e selezione delle opportunità di acquisizione, e sviluppare un processo strutturato e agile di integrazione operativa, al fine di trasformare efficacemente tali acquisizioni in elementi distintivi e competitivi (McKinsey, 2012).

2.1.5. Programmatic M&A

Il *Programmatic M&A* viene definito da Radunicky et Al. (2019) come “*la realizzazione di più di due acquisizioni di piccole o medie dimensioni in un periodo ridotto (1-2 anni), queste acquisizioni devono rappresentare una quota significativa della capitalizzazione di mercato acquisita (in media il 15%)*”, rappresenta dunque una metodologia strategica che implica la realizzazione di numerose acquisizioni di dimensioni medio-piccole, orientate attorno a precisi temi strategici e non considerate come eventi isolati, ma come componenti di un piano sistematico e continuativo di crescita. Questo approccio consente alle aziende di sviluppare una vera e propria competenza nel *dealmaking*, acquisendo costantemente nuove capacità e tecnologie, oltre che eliminando attività non strategiche che non generano valore aggiunto.

In particolare, un elemento distintivo del *Programmatic M&A* è l'attenzione alla gestione proattiva delle acquisizioni, mantenendo costantemente allineate la visione strategica e la

pratica operativa, che permette alle aziende di rispondere rapidamente alle opportunità che si presentano sul mercato. Questo approccio è particolarmente rilevante nell'attuale contesto economico caratterizzato da elevati tassi d'interesse, incertezza geopolitica e continue sfide regolatorie, infatti, la scelta di focalizzarsi su transazioni più contenute offre alle aziende maggiore flessibilità finanziaria e operativa rispetto a fusioni o acquisizioni trasformative di grandi dimensioni, permettendo loro di navigare più efficacemente in ambienti incerti e dinamici (Clevenger, 2024).

Le aziende che adottano un approccio programmatico all'M&A hanno inoltre la capacità di sviluppare un team interno dedicato al *dealmaking* che possiede le competenze necessarie, risorse finanziarie e capacità di integrazione adeguate per agire tempestivamente quando emergono opportunità strategiche. Questo aspetto consente loro di gestire in maniera più efficiente il processo decisionale e l'integrazione delle realtà acquisite, riducendo significativamente i rischi associati (Clevenger, 2024).

Il *Programmatic M&A* favorisce una pianificazione più accurata e un'integrazione più efficiente delle realtà acquisite grazie alla sistematicità e ripetitività delle procedure adottate. Aziende che implementano efficacemente questa strategia non solo mantengono una maggiore coerenza strategica e operativa, ma riescono anche a mitigare significativamente i rischi connessi all'integrazione culturale e operativa post-acquisizione (Kaetzler et. Al.,2019). Non a caso, la mancanza di compatibilità culturale tra azienda acquirente e azienda target rappresenta una delle principali cause per cui molte acquisizioni non riescono a generare i benefici attesi (McKinsey, 2023), di conseguenza una gestione oculata della cultura aziendale diventa cruciale per il successo a lungo termine delle operazioni di acquisizione.

L'approccio strategico programmatico non si limita a guidare le acquisizioni, ma si rivela uno strumento strategico imprescindibile anche nella gestione proattiva dei disinvestimenti, permettendo alle aziende di individuare rapidamente e con precisione gli asset che non rispecchiano più le proprie ambizioni strategiche e di ottimizzare di conseguenza il portafoglio aziendale, incrementando significativamente la performance complessiva.

2.2 Le operazioni di M&A come leva di crescita

2.2.1 Evoluzione storica e cicli di M&A

Le operazioni di M&A non rappresentano un fenomeno recente, bensì costituiscono un elemento centrale della crescita aziendale da oltre un secolo. Storicamente, le attività di fusione e acquisizione si manifestano in cicli definiti "*merger waves*". Sebbene la letteratura esistente non abbia raggiunto un consenso univoco sulle cause di tali onde, esse sono state frequentemente attribuite a una combinazione di shock macroeconomici, cambiamenti regolamentari e innovazioni tecnologiche che influenzano il mercato del controllo societario (Martynova e Renneboog, 2008).

Dalla fine del XIX secolo, sono stati identificati cinque principali cicli di concentrazione, ciascuno con caratteristiche distintive e motivate da differenti contesti economici e regolamentari.

La prima ondata (1890-1900), definita "*Great Merger Wave*", fu caratterizzata prevalentemente da fusioni orizzontali volte alla creazione di monopoli, agevolate dalla debole applicazione delle normative antitrust e dall'espansione dei mercati finanziari come il *New York Stock Exchange* (Stigler, 1950). Le acquisizioni erano principalmente finanziate tramite denaro contante, facilitando l'emergere di grandi trust.

La seconda ondata, collocata tra la fine della Prima guerra mondiale e la Grande Depressione del 1929, vide invece predominare fusioni verticali orientate all'efficienza operativa e alla realizzazione di economie di scala attraverso l'integrazione della catena del valore. In questa fase, le acquisizioni erano spesso finanziate tramite azioni, riflettendo una maggiore maturità e integrazione dei mercati finanziari (Leeth e Borg, 2000).

La terza ondata (1950-1973), sotto l'impulso di una forte normativa *antitrust*, generò fusioni conglomerate mirate alla diversificazione del rischio specifico aziendale, dando luogo a grandi conglomerati multidimensionali. Le imprese cercavano di ridurre l'esposizione ai rischi settoriali specifici acquisendo attività in settori completamente

differenti, spesso utilizzando azioni come mezzo principale di finanziamento (Amihud e Lev, 1981; Servaes, 1996).

La quarta ondata, negli anni '80, fu segnata da acquisizioni ostili e attività di *corporate raiding*, facilitate da regolamenti più permissivi, dalla disponibilità di nuovi strumenti finanziari come i *junk bond* e dall'emergere del mercato del *leveraged buyouts* (LBOs). Questa fase vide un'enorme attività di ristrutturazione e smembramento dei conglomerati formatisi nella precedente ondata, in risposta alla inefficienza operativa e alla sottoperformance finanziaria (Shleifer e Vishny, 1991; Jarrell et al., 1988).

Negli anni '90, la quinta ondata fu caratterizzata da "*megadeals*" e fusioni transfrontaliere, segnando l'inizio di una globalizzazione più estesa dei mercati. In questo periodo, aziende di grandi dimensioni intrapresero acquisizioni internazionali per espandere la propria presenza globale e ottenere sinergie strategiche e competenze complementari. Questa tendenza fu agevolata dalla liberalizzazione dei mercati finanziari globali e dall'introduzione di nuove tecnologie informatiche e di comunicazione che facilitarono l'integrazione transnazionale (Andrade e Stafford, 2004;). Inoltre, le aziende provenienti dai mercati emergenti iniziarono a svolgere un ruolo centrale, adottando strategie innovative per acquisire competenze, tecnologie e conoscenze avanzate attraverso operazioni definite "*reverse M&A*", invertendo così la tradizionale direzione di acquisizione dalle economie sviluppate verso quelle emergenti (Kumar, 2009).

Attualmente, le operazioni di M&A sono fortemente influenzate da una crescente incertezza economica globale, rapidi cambiamenti tecnologici e dalla digitalizzazione dei processi aziendali. Molte aziende hanno visto nell'M&A una strategia per adattarsi rapidamente a mercati sempre più competitivi e instabili, acquisendo tecnologie emergenti, competenze digitali e capacità di innovazione che consentono loro di restare competitive e resilienti. La recente crisi sanitaria ha ulteriormente accelerato queste tendenze, spingendo le imprese a ripensare il proprio modello operativo attraverso acquisizioni mirate e strategiche.

Parallelamente, le aziende provenienti dai paesi emergenti continuano a svolgere un ruolo centrale nel panorama globale delle fusioni e acquisizioni, utilizzando strategie di "*reverse M&A*" per acquisire brand consolidati, tecnologie avanzate e know-how

manageriale dai mercati più maturi. Questo fenomeno ha ridefinito le dinamiche competitive internazionali e ha contribuito a una più intensa competizione su scala globale (Kumar, 2009).

L'evoluzione storica delle attività di M&A evidenzia una progressiva sofisticazione delle strategie aziendali, rispecchiando cambiamenti economici, tecnologici e istituzionali globali. Le aziende utilizzano le fusioni e acquisizioni non solo per crescere dimensionalmente, ma anche come strumenti strategici per acquisire competenze distintive, entrare in nuovi mercati e consolidare il proprio posizionamento competitivo internazionale.

2.2.2 L'impatto delle operazioni straordinarie sulla competitività aziendale

Le operazioni straordinarie di fusione e acquisizione (M&A) esercitano un impatto significativo e complesso sulla struttura industriale, influenzando direttamente il comportamento competitivo delle imprese concorrenti e ridefinendo profondamente gli equilibri preesistenti nel mercato di riferimento.

Come evidenziato da Uhlenbruck et al. (2017), l'acquisizione di un'impresa spesso genera reazioni aggressive da parte dei concorrenti, specialmente qualora questi ultimi presentino una forte dipendenza dal mercato primario in cui opera l'impresa acquisita o mostrino un'elevata similarità di risorse rispetto all'impresa acquirente. In queste circostanze, le imprese rivali percepiscono l'operazione di M&A non come un'opportunità per beneficiare di eventuali sinergie, bensì come una minaccia tangibile al proprio posizionamento competitivo. Pertanto, queste aziende tendono a rispondere incrementando sia il numero che la diversificazione delle proprie azioni competitive, al fine di contrastare e neutralizzare rapidamente i potenziali vantaggi che l'impresa acquirente potrebbe ottenere grazie alla fusione.

Questo fenomeno assume particolare rilievo nelle acquisizioni orizzontali, in cui l'integrazione di risorse e competenze tra due imprese direttamente concorrenti aumenta significativamente il vantaggio competitivo dell'entità risultante dalla fusione. La combinazione delle risorse, infatti, può generare economie di scala e di scopo rilevanti,

aumentando la capacità competitiva dell'impresa risultante. Ciò comporta inevitabilmente un'intensificazione delle pressioni competitive interne al settore, che a sua volta stimola ulteriori dinamiche aggressive da parte dei concorrenti, spesso con effetti negativi sulla performance complessiva dell'acquisizione stessa, con delle dinamiche di rivalità e aggressività potrebbero manifestarsi anche attraverso strategie di prezzo particolarmente competitive, campagne promozionali intense e il rapido sviluppo di nuovi prodotti (Clougherty e Duso, 2011).

Haleblian et al. (2009) sottolineano invece che l'incapacità delle imprese di prevedere correttamente queste risposte competitive esterne rappresenta uno dei fattori determinanti della deludente performance riscontrata in molte operazioni di M&A. La non considerazione delle possibili reazioni aggressive delle aziende concorrenti può infatti compromettere la pianificazione strategica preliminare, determinando errori di valutazione e difficoltà operative nel periodo post-acquisizione. In questo senso, Capron e Chatain (2008) evidenziano come l'aumento delle azioni competitive possa creare una distrazione strategica per l'impresa acquirente, ostacolando significativamente il delicato processo d'integrazione post-acquisizione e minacciando così la realizzazione delle sinergie operative e commerciali previste.

Oltre a generare effetti rilevanti sul comportamento competitivo dei rivali, le operazioni di M&A influenzano in modo diretto anche il livello di concentrazione del mercato. La letteratura strategica e industriale evidenzia come le acquisizioni, in particolare quelle orizzontali, possano determinare una significativa riduzione del numero di player attivi nel settore, rafforzando così il potere di mercato delle imprese coinvolte e facilitando il raggiungimento di economie di scopo (Clougherty & Duso, 2011). Tale dinamica è strettamente connessa al fenomeno della riduzione della frammentazione settoriale, intesa come la progressiva scomparsa o assorbimento di operatori minori all'interno di imprese di dimensioni maggiori, spesso più strutturate e capitalizzate. Le M&A contribuiscono infatti a consolidare i mercati, favorendo la nascita di attori dominanti con maggiori risorse, capacità distributive e potere negoziale. Questo processo di accorpamento e razionalizzazione può comportare benefici in termini di efficienza produttiva e standardizzazione dell'offerta, ma allo stesso tempo pone interrogativi in merito alla

riduzione della competizione effettiva, alla minore varietà di opzioni per i consumatori e all'innalzamento di barriere all'ingresso per nuovi entranti.

In settori tradizionalmente frammentati come quelli caratterizzati da una pluralità di operatori locali o da basse soglie tecnologiche l'ingresso di strategie programmatiche di acquisizione può accelerare notevolmente il passaggio da una struttura concorrenziale atomistica a una più concentrata e gerarchica. Questa transizione altera non solo l'equilibrio competitivo, ma anche il modello di crescita settoriale, privilegiando logiche di espansione per linee esterne rispetto alla crescita organica. La riduzione della frammentazione rappresenta una leva strategica per rafforzare la posizione competitiva e la redditività di lungo periodo, ma deve essere attentamente bilanciata con gli impatti sistemici che può generare sul dinamismo concorrenziale complessivo.

2.3 Il valore generato dagli M&A

2.3.1 Sinergie Operative

Tra i principali driver che giustificano le operazioni di M&A, le sinergie operative assumono un ruolo di rilievo strategico, rappresentando una delle fonti più concrete e tangibili di creazione di valore in grado di giustificare e sostenere la logica economica sottostante a un'operazione di consolidamento aziendale. Quando due imprese decidono di unire le proprie strutture, non lo fanno esclusivamente per ottenere una crescita dimensionale o accedere a nuovi mercati, ma anche per generare una forma di valore che scaturisce dalla combinazione efficiente delle rispettive risorse, competenze e processi. Questo tipo di valore è noto come “sinergia”, e in particolare, nel caso delle sinergie operative, si fa riferimento al potenziale miglioramento dell'efficienza produttiva e gestionale derivante dall'integrazione delle attività operative delle due entità coinvolte.

A livello concettuale, la sinergia operativa può essere definita come quella porzione di valore aggiuntivo che si manifesta quando l'integrazione delle operazioni permette la realizzazione di economie di scala, economie di scopo, oppure un uso più efficiente delle

risorse esistenti. Le economie di scala, in particolare, si concretizzano nella riduzione del costo medio per unità di output grazie all'aumento dei volumi produttivi, mentre le economie di scopo derivano dalla possibilità di condividere risorse e competenze per offrire una gamma più ampia di beni e servizi, senza incrementare in modo proporzionale i costi.

L'implementazione efficace di sinergie operative implica la razionalizzazione di funzioni duplicate tra le due organizzazioni, come ad esempio la funzione logistica, la rete di distribuzione, le piattaforme digitali e le strutture amministrative. In molti casi, l'eliminazione delle sovrapposizioni consente non solo una riduzione dei costi fissi, ma anche una semplificazione dei processi decisionali e gestionali, contribuendo a rendere l'organizzazione post-fusione più snella, agile e orientata alla performance.

Diverse evidenze empiriche hanno dimostrato come le sinergie operative siano direttamente correlate a un miglioramento tangibile delle performance post-acquisizione. Lo studio di Thomas H. Brush (1998), ad esempio, ha evidenziato come la previsione di un incremento nella sinergia operativa sia un indicatore robusto della crescita di performance nei business acquisiti, specie laddove esista un divario iniziale di efficienza tra le imprese coinvolte. Questo significa che il valore generato non deriva semplicemente dalla somma delle risorse, bensì dalla loro combinazione intelligente, in un processo che potremmo definire di estrazione e valorizzazione del potenziale nascosto dell'impresa target. Laddove esistano inefficienze, margini di miglioramento o sottoutilizzo delle risorse, l'integrazione con un partner dotato di competenze complementari può trasformare tali inefficienze in leve di performance.

Il concetto di sinergia operativa, tuttavia, non è un automatismo né una garanzia di successo. Al contrario, rappresenta una sfida gestionale complessa, la cui realizzazione dipende da una serie di variabili critiche. Tra queste, si segnalano la compatibilità dei modelli operativi, l'allineamento dei sistemi informativi, la convergenza culturale e organizzativa, nonché la capacità del top management di guidare il cambiamento. La letteratura suggerisce che la realizzazione delle sinergie operative non è un processo immediato, bensì il frutto di un'integrazione graduale e ben pianificata, dove le scelte

organizzative e le tempistiche di esecuzione possono fare la differenza tra la creazione e la distruzione di valore.

Le sinergie operative possono presentarsi sia nella forma di costi evitati (ad esempio, riduzione del personale in eccesso, dismissione di asset non strategici) sia come ricavi incrementali, ad esempio attraverso l'adozione di strategie di *cross-selling* e *up-selling* rese possibili dall'accesso a nuovi canali o segmenti di clientela. In molti casi, la sinergia non si limita al risparmio sui costi, ma si traduce in una migliore capacità dell'impresa combinata di servire il cliente, innovare più rapidamente, adattarsi a condizioni di mercato variabili e competere su scala globale.

Un ulteriore aspetto da considerare è la misurabilità della sinergia operativa. Mentre le sinergie finanziarie sono spesso osservabili ex ante attraverso simulazioni e modelli previsionali, le sinergie operative si manifestano prevalentemente ex post, attraverso indicatori di performance come il miglioramento del margine operativo, la riduzione del capitale investito circolante, l'incremento della produttività per dipendente, e più in generale il miglioramento del *Return on Assets* (ROA) e del *Return on Equity* (ROE). I dati raccolti da Ogada et al. (2016) in un ampio studio su istituzioni finanziarie fuse in Kenya dimostrano una correlazione statisticamente significativa tra sinergie operative e aumento della redditività operativa, confermando la tesi secondo cui tali sinergie rappresentano un fattore cruciale per la creazione di valore sostenibile nel tempo.

Un esempio emblematico di sinergia operativa post-acquisizione è rappresentato dalla fusione tra *Disney* e *Pixar*, annunciata nel 2006. Sebbene la motivazione strategica fosse inizialmente legata alla volontà di *Disney* di rafforzare la propria presenza nel settore dell'animazione digitale, il vero valore generato dalla transazione si è concretizzato attraverso l'integrazione operativa delle due realtà. In particolare, *Pixar* ha apportato un know-how tecnico e creativo altamente specializzato, che ha permesso a *Disney* di rilanciare la qualità e l'innovazione dei propri prodotti animati, migliorando sensibilmente le proprie performance industriali e commerciali nel segmento filmico. A partire dall'acquisizione, infatti, *Disney* ha internalizzato tecnologie, pipeline produttive e modelli organizzativi che hanno permesso un incremento dell'efficienza nei processi di

sviluppo e realizzazione dei film d'animazione, con una ricaduta positiva sia in termini di tempi di produzione che di contenimento dei costi operativi (Vogel, 2010).

Le analisi condotte da Capron e Mitchell (2010) hanno definito che l'aspetto chiave determinante per il successo dell'operazione non è stato il mero trasferimento di asset, bensì la capacità di mettere in comune capacità organizzative complementari che, una volta armonizzate, hanno permesso di ottenere un vantaggio competitivo sostenibile e replicabile nel tempo. Questo caso dimostra come le sinergie operative non siano limitate alla riduzione dei costi, ma possano esprimersi pienamente anche nella valorizzazione della complementarità organizzativa, nella riconfigurazione dei processi produttivi e nella creazione di nuove routine condivise. A differenza di molte acquisizioni in cui le attività dell'impresa target vengono semplicemente assorbite o soppresse, la logica seguita da Disney è stata quella della contaminazione positiva, dove l'operazione ha prodotto un miglioramento bilaterale dei processi e delle performance. A distanza di pochi anni, i risultati economici e industriali hanno confermato la validità dell'approccio. Film come *Frozen*, *Zootopia* e *Ralph Spaccatutto* hanno incorporato modelli produttivi derivati dall'esperienza Pixar, con effetti evidenti sul piano dei margini operativi e del successo commerciale globale. In questo senso, la sinergia operativa ha assunto la forma di un *upgrade* sistemico, in cui l'intero processo creativo e realizzativo è stato riprogettato secondo logiche di efficienza, agilità e time-to-market. È dunque evidente come il valore creato non derivi esclusivamente dal posizionamento strategico dell'acquisizione, ma dall'effettiva realizzazione di integrazioni operative profonde e strutturate (Capron e Mitchell, 2010).

Questo esempio conferma quanto affermato nella letteratura di settore: le sinergie operative risultano maggiormente realizzabili quando esiste una complementarità ex ante tra le risorse delle imprese coinvolte e una visione manageriale chiara sull'integrazione post-merger (Chatterjee, 1986;). Le operazioni che falliscono in questo passaggio, al contrario, nonostante le aspettative di sinergia dichiarate ex ante, finiscono per generare conflitti organizzativi, inefficienze e una distruzione netta di valore.

2.3.2 Sinergie Finanziarie

Accanto alle sinergie operative, le sinergie finanziarie costituiscono una componente fondamentale della creazione di valore nelle operazioni di M&A, spesso meno visibile ma altrettanto determinante nel generare vantaggi sostenibili nel medio-lungo periodo. Esse non si concretizzano tanto in un miglioramento diretto dei processi produttivi, quanto in un'ottimizzazione strutturale della gestione finanziaria, con impatti profondi sulla solidità patrimoniale, sul profilo di rischio e sul costo del capitale della nuova entità. In generale, si parla di sinergia finanziaria ogniqualvolta l'integrazione tra due entità consente di ottenere condizioni più vantaggiose in termini di accesso al credito, leva finanziaria, gestione fiscale e allocazione delle risorse rispetto a quanto le imprese avrebbero potuto realizzare autonomamente (Mocciaro et. Al.,2012).

Uno dei meccanismi più rilevanti attraverso cui si esplica la sinergia finanziaria è la riduzione del costo medio ponderato del capitale (WACC). La nuova entità, beneficiando di una maggiore capitalizzazione, può ottenere condizioni di finanziamento più favorevoli sia sul mercato del debito che su quello del capitale proprio. Come sottolineano DePamphilis (2009) e Gaughan (2012), ciò avviene perché l'incremento delle dimensioni aziendali e la maggiore diversificazione operativa riducono il rischio percepito dagli investitori, riflettendosi in un minor costo del capitale proprio (K_e) e, parallelamente, in un minor premio al rischio richiesto dai creditori (K_d). La maggiore scala operativa permette inoltre spesso di rinegoziare condizioni di finanziamento più vantaggiose, accedere a linee di credito non disponibili alle singole imprese e ottenere valutazioni di rating più elevate, con ulteriori benefici indiretti.

Le sinergie finanziarie non si limitano alla componente del capitale. Esse si manifestano anche nella possibilità di ottimizzare la struttura fiscale, attraverso lo sfruttamento delle cosiddette *tax shields*: scudi fiscali derivanti dagli interessi passivi sul debito, dall'ammortamento accelerato di asset, dall'utilizzo di perdite fiscali pregresse o da crediti d'imposta trasferibili tra le entità acquisite. Questi vantaggi, seppur vincolati alla normativa vigente nei contesti giurisdizionali in cui operano le società coinvolte, possono rappresentare una quota rilevante del valore atteso ex ante dall'operazione di

acquisizione. Si pensi, ad esempio, alle acquisizioni effettuate in contesti anglosassoni, dove la piena deducibilità degli interessi sul debito consente strategie di leverage buyout ad alta intensità finanziaria, nelle quali le sinergie fiscali costituiscono un elemento chiave del business case dell'operazione (Picone, 2012).

Un altro canale rilevante è quello del mercato interno dei capitali. In gruppi multinazionali o conglomerati, la sinergia finanziaria si manifesta attraverso la capacità del corporate center di riallocare risorse in modo efficiente tra le diverse unità operative, bypassando i vincoli tipici del sistema bancario e selezionando internamente i progetti più redditizi da finanziare. Questo fenomeno, noto in letteratura come *internal capital market effect*, contribuisce ad abbattere i costi di agenzia e a migliorare l'efficienza allocativa, soprattutto quando le *business unit* hanno accesso asimmetrico a fonti esterne di finanziamento (Weston et Al., 2003). Il vantaggio si amplifica ulteriormente se l'acquisizione riguarda imprese caratterizzate da razionamento del credito o da una scarsa capacità di attrarre capitale sul mercato.

Un esempio emblematico è rappresentato dall'acquisizione di *Vodafone Ghana*, dove l'entrata del gruppo acquirente ha determinato un riequilibrio della leva finanziaria e un accesso privilegiato a linee di credito internazionali, precedentemente inaccessibili alla società target. A seguito dell'operazione, l'impresa ha beneficiato di una significativa riduzione dei costi operativi e di un miglioramento del proprio profilo di liquidità e solvibilità, generando un effetto moltiplicatore sulla redditività a partire da sinergie meramente finanziarie (Amegah, 2012).

Un aspetto spesso sottovalutato delle sinergie finanziarie riguarda il cosiddetto premium control, ovvero la gestione consapevole del premio pagato per ottenere il controllo della società target. Per comprendere appieno la sua rilevanza, è utile introdurre l'approccio delle opzioni reali (*real option approach*), che si distingue per la capacità di valorizzare la flessibilità decisionale in contesti di elevata incertezza. A differenza dei metodi valutativi tradizionali, questo approccio consente di modellare l'investimento come una sequenza di scelte adattabili nel tempo, rendendo possibile una stima più accurata dei benefici futuri derivanti dall'integrazione.

In particolare, le sinergie finanziarie, come la riduzione del costo del capitale, la ristrutturazione della leva finanziaria o l'utilizzo ottimizzato di benefici fiscali, possono essere trattate come opzioni strategiche esercitabili in risposta all'evoluzione del contesto esterno. Il *real option approach* consente di incorporare questi elementi nei modelli valutativi ex ante, attribuendo loro un valore economico e traducendo tale stima in un parametro chiave per definire il tetto massimo sostenibile del prezzo d'acquisto. In questo senso, si configura come uno strumento cruciale per prevenire fenomeni di *overpayment* e per supportare il processo di *premium control*. (Chamberlain, & Fabre, 2016)

Tale premio, infatti, riflette l'extra prezzo pagato dall'acquirente rispetto al valore di mercato della *target*, giustificato dall'aspettativa di generare valore attraverso il controllo strategico, la *governance* e l'ottimizzazione delle risorse finanziarie. Quando queste aspettative si fondano su sinergie concrete e realisticamente quantificate, il premium può essere interpretato come una manifestazione anticipata del valore finanziario atteso. Al contrario, una sovrastima delle sinergie può condurre alla cosiddetta *synergy trap*, ossia al pagamento di un prezzo eccessivo che non trova riscontro nei risultati post-acquisizione, con conseguente distruzione di valore per gli azionisti (Sirower, 1997).

L'integrazione del *real option approach* con modelli classici come il *DCF* o l'*Adjusted Present Value* rafforza la robustezza delle valutazioni, contribuendo a una gestione più efficace delle risorse e a una maggiore coerenza strategica, soprattutto nel caso di strategie programmatiche. L'adozione di tale approccio consente di trattare in modo più granulare tanto le sinergie certe quanto quelle potenziali, migliorando l'allineamento tra valutazione ex ante e valore realmente generato nel tempo. (Sick, 1995)

A differenza delle sinergie operative, spesso misurabili attraverso *KPI* interni (EBITDA margin, costi unitari, ecc.), le sinergie finanziarie si riflettono su variabili più complesse da isolare, come la variazione nel costo implicito del capitale o la diversa propensione degli investitori ad accettare determinati livelli di rischio sistemico. Per questo motivo, la letteratura suggerisce l'integrazione di modelli valutativi classici con approcci più evoluti, come l'analisi Monte Carlo o le simulazioni di scenario multiplo, soprattutto in settori ad elevata volatilità o in presenza di strutture di debito articolate (Krishnamurti, C., & Vishwanath, 2008).

Le sinergie finanziarie non rappresentano soltanto un complemento tecnico alle logiche industriali dell'M&A, ma costituiscono un pilastro centrale nella costruzione della logica economica dell'operazione. La loro corretta identificazione, quantificazione e realizzazione rappresenta un passaggio imprescindibile per la generazione di valore sostenibile nel tempo, con effetti diretti sulla resilienza del gruppo combinato, sulla sua capacità di finanziarsi a costi contenuti e sulla generazione di utili netti a beneficio degli azionisti.

2.3.3 Sinergie Strategiche

Nel novero delle sinergie attivabili attraverso le operazioni di M&A, quelle di natura strategica si distinguono per il loro impatto potenziale sul posizionamento competitivo e sulla capacità dell'impresa di sostenere vantaggi durevoli nel tempo. Rispetto alle sinergie operative, che agiscono principalmente sull'efficienza dei processi, o a quelle finanziarie, che ottimizzano la struttura patrimoniale e l'accesso alle risorse di capitale, le sinergie strategiche assumono una funzione di trasformazione, incidendo direttamente sulla direzione evolutiva dell'impresa e sulle sue opzioni di sviluppo futuro.

Secondo Damodaran (2005), una sinergia strategica si verifica quando la combinazione tra due entità consente di generare nuove opportunità di crescita, di innovazione o di presidio competitivo che non sarebbero state realizzabili dalle due imprese agendo separatamente. Questa forma di sinergia è, in altri termini, un moltiplicatore strategico, poiché consente di espandere l'arena competitiva dell'impresa, superando i limiti del core business originario e favorendo l'accesso a nuovi mercati, tecnologie o segmenti di clientela.

Le sinergie strategiche possono manifestarsi attraverso molteplici direttrici: l'integrazione verticale o orizzontale della catena del valore, l'ampliamento dell'offerta con prodotti complementari, il rafforzamento del *brand* portafoglio, l'accesso a tecnologie proprietarie o a piattaforme digitali consolidate, nonché la possibilità di costruire barriere all'ingresso basate su risorse intangibili. Come osserva Błaszczuk (2018), l'effetto sinergico strategico è spesso riconducibile alla riconfigurazione delle

competenze distintive, alla capacità di attivare economie di portafoglio e alla possibilità di reindirizzare l'impresa su una traiettoria di crescita qualitativamente differenti.

La prospettiva teorica della *Resource-Based View* (RBV) fornisce un'importante cornice interpretativa per comprendere la natura delle sinergie strategiche. In quest'ottica, il valore dell'integrazione deriva dalla complementarità tra risorse eterogenee, rare e difficilmente imitabili, la cui combinazione può generare vantaggi competitivi sostenibili. Quando l'acquisizione consente l'accesso a competenze organizzative, tecnologie proprietarie o capitali relazionali che risultano sinergici rispetto alla strategia dell'acquirente, si realizza una forma di sinergia che ha un impatto trasformativo sul modello di business complessivo (Barney, 1991).

Un caso emblematico di sinergia strategica è rappresentato dall'acquisizione di *LinkedIn* da parte di *Microsoft* nel 2016, per un controvalore pari a circa 26,2 miliardi di dollari. Sebbene l'operazione abbia suscitato inizialmente perplessità tra gli analisti data la scarsa sovrapposizione operativa tra le due aziende si è rivelata, a posteriori, un esempio paradigmatico di sinergia strategica. L'acquisizione ha infatti permesso a *Microsoft* di rafforzare il proprio ecosistema digitale attraverso l'integrazione di una piattaforma social professionale leader a livello globale, espandendo in maniera significativa il proprio presidio nel segmento B2B, e creando opportunità sinergiche tra strumenti come *Office 365*, *Dynamics* e *LinkedIn Sales Navigator*.

Un'ulteriore esemplificazione del potenziale trasformativo delle sinergie strategiche può essere osservata nell'operazione di acquisizione annunciata nel 2020 da *NVIDIA* nei confronti di *ARM Holdings*, società britannica leader mondiale nel design di architetture per microprocessori. Sebbene l'operazione non sia poi giunta a compimento a causa delle pressioni *antitrust* esercitate da vari governi e autorità regolatorie, essa rappresenta un case study emblematico della logica di sinergia strategica in contesti ad alta intensità tecnologica. L'intento di *NVIDIA* non era quello di ottenere sinergie di costo o vantaggi fiscali, quanto piuttosto quello di ridefinire la propria identità industriale da produttore di GPU ad attore centrale nel campo dell'intelligenza artificiale, dell'*Internet of Things* e del *computing edge*. L'integrazione con *ARM* avrebbe consentito a *NVIDIA* di controllare un ecosistema tecnologico estremamente ampio, che spazia dai dispositivi mobili ai data

center, potenziando la propria capacità di innovazione lungo l'intera catena del valore e accedendo a una base installata globale di miliardi di dispositivi (NVIDIA, 2020).

La visione strategica alla base dell'operazione rifletteva pienamente quanto indicato da Smit e Trigeorgis (2004) in merito alla natura evolutiva delle sinergie strategiche: non un beneficio immediato, ma una opzione reale sulla capacità dell'impresa di posizionarsi in anticipo su traiettorie tecnologiche di lungo periodo, influenzando attivamente le dinamiche competitive del settore.

La letteratura evidenzia come le sinergie strategiche si attivino quando esiste un elevato *strategic fit* tra le imprese coinvolte: ovvero una coerenza tra le visioni strategiche, le competenze core e le traiettorie evolutive desiderate. Questo livello di coerenza è essenziale per evitare una disconnessione tra intenzione strategica e capacità di *execution*, spesso causa di fallimento nelle operazioni di M&A a forte contenuto trasformativo (Shelton, 1988). È il motivo per cui la valutazione ex ante delle sinergie strategiche richiede strumenti analitici specifici, come l'analisi delle opzioni reali, le mappe di complementarità o gli scorecard qualitativi di compatibilità strategica.

Mocciaro Li Destri et al. (2012) sottolineano come la creazione di valore strategico si realizzi attraverso un processo evolutivo e incrementale, nel quale le sinergie si attivano grazie all'apprendimento organizzativo, alla convergenza delle culture aziendali e all'adattamento strutturale delle logiche di governance. In tal senso, le sinergie strategiche si differenziano per la loro natura dinamica e spesso non immediatamente osservabile: si tratta di “*value enablers*” più che di *cost-saving initiatives*, e il loro impatto si manifesta nel tempo, attraverso la ridefinizione delle capacità distintive e l'espansione delle opzioni strategiche disponibili per l'impresa combinata.

La misurazione delle sinergie strategiche rappresenta una delle sfide più delicate per analisti e manager. A differenza delle sinergie operative o finanziarie, che possono essere modellizzate quantitativamente attraverso flussi di cassa o variazioni di WACC, quelle strategiche richiedono valutazioni qualitative, spesso fondate su scenari probabilistici e simulazioni dinamiche. Tra gli approcci più consolidati si annoverano i metodi delle opzioni reali, le analisi SWOT integrate post-merger, o i modelli di valutazione multi-stakeholder basati su criteri come l'adattabilità strategica, la resilienza competitiva o la

coerenza di lungo termine tra identità, cultura e visione aziendale (Smith & Trigeorgis, 2004).

Figura 2: Confronto riassuntivo sulle varie tipologie di sinergie

Fonte: Elaborazione propria.

Sinergia	Definizione	Vantaggi economici	Sforzi richiesti	Tipologia di M&A associato
Operativa	Integrazione di attività e risorse aziendali che consente di migliorare l'efficienza operativa (es. economie di scala, condivisione supply chain)	Riduzione dei costi operativi, aumento della produttività, margini più elevati, razionalizzazione dei processi	Integrazione operativa, compatibilità organizzativa, gestione del cambiamento	Large Deal, Organic M&A, Programmatic M&A
Finanziaria	Ottimizzazione della struttura finanziaria e fiscale, miglior accesso al capitale, condivisione del profilo di rischio	Diminuzione del costo del capitale (WACC), vantaggi fiscali (tax shield), maggiore leva negoziale con investitori e banche	Ristrutturazione patrimoniale, armonizzazione fiscale, gestione della leva	Large Deal, Selective M&A
Strategica	Combinazione di competenze, tecnologie e asset strategici che migliora il posizionamento competitivo e l'innovazione	Espansione in nuovi mercati, sviluppo prodotti, differenziazione, accesso a tecnologie proprietarie	Allineamento strategico, integrazione culturale, adattamento del modello di business	Programmatic M&A, Selective M&A, Tactical M&A

2.4 Rischi e criticità negli M&A: perché molte operazioni distruggono valore

Seppure gli M&A costituiscono da decenni uno degli strumenti principali per la crescita e la trasformazione aziendale, con un volume di transazioni che in alcuni anni ha raggiunto livelli record a livello globale (oltre 2 mila miliardi di dollari annui) (Christensen et al. 2011). Tuttavia, a dispetto della loro popolarità, numerose evidenze empiriche indicano che la maggior parte delle fusioni e acquisizioni non genera il valore atteso, anzi finisce per distruggere valore per gli acquirenti. Studi accademici e survey manageriali hanno stimato tassi di insuccesso sorprendentemente elevati: a seconda dei

criteri utilizzati, dal 50% fino a oltre il 70-80% delle operazioni M&A falliscono nel raggiungere gli obiettivi dichiarati (Siddiqui & Farooq, 2022).

In altri termini, solo una minoranza delle acquisizioni può definirsi pienamente riuscita dal punto di vista dell'acquirente. Una percentuale significativa di insuccessi negli M&A può essere ricondotta a problemi di natura strategica: scelte errate riguardo la metodologia di sviluppo dell'operazione, inclusa una valutazione economica inadeguata del target. Spesso i *top manager* intraprendono acquisizioni senza una chiara logica industriale o strategica, oppure inseguono obiettivi poco realistici.

La letteratura individua, ad esempio, nell'assenza di un razionale strategico solido una causa frequente di fallimento: studi come quelli di Gadiesh & Ormiston (2002) e di McDonald et al. (2005) rilevano che molte operazioni fallite difettavano di una pianificazione strategica rigorosa e di una motivazione coerente sin dall'inizio.

In altri casi il tipo di acquisizione risulta mal allineato con lo scopo strategico: i dirigenti possono confondere acquisizioni volte a migliorare il *core business* con acquisizioni destinate invece a rivoluzionare il modello aziendale, finendo per valutare e integrare il target in modo errato (Christensen et al. 2011), molte operazioni “*falliscono perché i manager abbinano in modo scorretto i candidati allo scopo strategico dell'operazione*” (Christensen et al. 2011), mescolando obiettivi di efficienza a breve termine con ambizioni di trasformazione a lungo termine. Questa confusione porta l'acquirente a pagare il prezzo sbagliato per società che magari non si adattano alla sua strategia, oppure a integrare nel modo sbagliato un business che avrebbe richiesto tutt'altra gestione.

Un elemento correlato è l'*overpayment* del target, spesso frutto di valutazioni ottimistiche o di *hubris* manageriale, si manifesta tipicamente nel pagamento di un premio eccessivo rispetto al valore fondamentale dell'obiettivo, nella speranza di sinergie future che poi non si realizzano. Questo errore strategico-finanziario può annullare qualsiasi potenziale beneficio dell'operazione: se il prezzo pagato incorpora già (e supera) il valore delle sinergie attese, l'M&A si tradurrà inevitabilmente in una distruzione di ricchezza per l'acquirente. Diversi studi segnalano come i CEO tendano ad essere eccessivamente ottimisti riguardo ai benefici attesi e finiscano per pagare troppo per l'acquisizione

(Christensen et al. 2011). L'*overpayment* è spesso amplificato da dinamiche comportamentali come la sindrome dell'acquirente vincente o l'euforia da *deal* in aste competitive e da pressioni esterne nel giustificare multipli elevati. Un caso emblematico fu l'acquisizione di *Autonomy* da parte di *Hewlett-Packard*: nel 2011 HP pagò 11,1 miliardi di dollari per questa società software britannica, un prezzo poi rivelatosi esorbitante rispetto ai fondamentali. Nel giro di un anno, emerse che le performance di *Autonomy* erano state sovrastimate (con accuse di irregolarità contabile nella due diligence) e HP procedette a una svalutazione di 8,8 miliardi di Dollari dell'avviamento legato all'acquisizione (Dyer et Al. 2014), cancellando di fatto circa l'80% del valore pagato. Questo esempio illustra come un errore di valutazione ed un eccesso di fiducia possano trasformare una grande acquisizione in un pesante fardello finanziario per l'acquirente.

Anche quando l'acquisizione in sé è basata su una logica strategica valida e un prezzo equo, il successo dipende in larga misura da come le due aziende vengono integrate. Le criticità di integrazione post-merger rappresentano forse la causa più nota di fallimento negli M&A. Unire due organizzazioni distinte è un processo complesso, che tocca struttura, sistemi, processi operativi e risorse umane: se sottovalutato o gestito con superficialità, può vanificare le sinergie promesse. Non a caso, l'integrazione è spesso citata come fattore chiave dietro i mancati risultati *post-deal* (Bastien, 2013). Problemi di coordinamento operativo, incompatibilità di sistemi informativi, ritardi nell'unificazione delle funzioni e duplicazioni non eliminate possono portare a costi più alti del previsto e a un'erosione dei margini.

Integrazioni non pianificate o eccessivamente lente sono correlate a esiti negativi: il tempismo è essenziale, poiché un'integrazione dilatata nel tempo prolunga l'incertezza e può far perdere slancio competitivo alla nuova entità. Viceversa, integrazioni affrettate e poco strutturate rischiano di provocare disservizi e discontinuità operative. Trovare il giusto equilibrio e disporre di un solido piano di integrazione è dunque cruciale; eppure, molte aziende acquisitrici affrontano il giorno dopo il *closing* impreparate, scoprendo troppo tardi la portata delle sfide operative per fondere due realtà diverse.

Un aspetto critico dell'integrazione riguarda la realizzazione effettiva delle sinergie prospettate in fase di deal. Le sinergie siano esse di costo (efficienze, economie di scala) o di ricavo (*cross-selling*, accesso a nuovi mercati) raramente si materializzano automaticamente: richiedono azioni concrete e coordinamento post-fusione. Il rischio, spesso concretizzato, è che le sinergie siano state sovrastimate al momento dell'acquisizione. Questo conduce a un "*implementation gap*" tra i benefici sulla carta e i risultati reali: ad esempio, i risparmi operativi possono rivelarsi inferiori per difficoltà tecniche nell'integrare produzioni o sistemi logistici, oppure i ricavi combinati possono deludere a causa di perdita di clienti o di focus commerciale durante la transizione. Molte acquisizioni fallite condividono una storia di sinergie mancate, sintomo di integrazione incompleta.

Da un sondaggio tra *Chief Financial Officer* di aziende Fortune 500 è emerso che il 45% attribuisce i fallimenti di M&A a problemi *post-deal* inattesi legati alle persone e all'organizzazione (Bastien, 2013), dunque indirettamente a una carente gestione dell'integrazione. Sotto il profilo organizzativo, le differenze culturali e le dinamiche umane costituiscono un ulteriore fattore di rischio sistemico nelle fusioni. Ogni azienda porta con sé una cultura aziendale unica insieme di valori, pratiche, stili manageriali, clima interno che non può essere cambiata o combinata dall'oggi al domani per decreto. Un *cultural clash* tra acquirente e acquisito può manifestarsi in molte forme: dallo *shock* dei dipendenti di fronte ai nuovi metodi e regolamenti, alle resistenze del management locale nel seguire le direttive del nuovo proprietario, fino a vere e proprie rivalità identitarie tra le due organizzazioni. Numerosi studi hanno documentato l'impatto nefasto di queste incompatibilità culturali sulla *performance post-merger*, Datta (1991), ad esempio, evidenzia come differenze negli stili di management tra le aziende coinvolte possano ridurre significativamente il successo dell'operazione. In modo analogo, ricerche su M&A internazionali segnalano che grandi divergenze culturali nazionali e aziendali tendono a ostacolare l'integrazione e l'armonizzazione dei processi.

Il fattore umano nei processi di M&A è dunque centrale. Spesso le operazioni vengono pianificate privilegiando gli aspetti finanziari e legali, dando per scontato l'adattamento delle persone, quest'ulteriore elemento è confermato da una serie di articoli accademici a suo sostegno, indicando che un numero sostanziale di fallimenti può essere ricondotto a

fattori *soft* come *leadership*, comunicazione e gestione del personale (Bastien, 2013), un'indagine citata da Marks e Mirvis (1982) è stato calcolato che circa 2/3 delle fusioni non raggiungono i risultati sperati proprio a causa dell'indifferenza o incapacità delle organizzazioni nel gestire efficacemente le persone durante il cambiamento. Le fusioni generano inevitabilmente incertezza tra i dipendenti: il timore di esuberi, i cambi nei ruoli, l'arrivo di nuovi superiori possono innescare dinamiche disfunzionali (calo di produttività, aumento del turnover, fino ad episodi di sabotaggio organizzativo nei casi peggiori). Se il top management non comunica in modo trasparente e non coinvolge attivamente il personale nel processo di integrazione, il capitale umano rischia di divenire un freno. Differenze di cultura aziendale amplificano queste sfide: procedure operative, stile di governance e persino prassi informali discordanti tra acquirente e acquisito possono creare attriti quotidiani e incomprensioni che minano la coesione del nuovo gruppo. Alla luce di ciò, molte best practice consigliano di valutare attentamente la compatibilità culturale prima di un merger e di dedicare risorse specifiche al *change management post-deal*. Ignorare il fattore umano equivale, spesso, a predisporre le condizioni per un fallimento annunciato.

Le criticità sinora esaminate errori strategici, *overpayment*, integrazione carente, shock culturali contribuiscono tutte a spiegare perché molti M&A distruggono valore invece di crearlo. Ma qual è l'impatto effettivo di questi insuccessi sul valore per gli azionisti dell'acquirente? Numerosi studi finanziari hanno cercato di quantificare i risultati delle acquisizioni in termini di rendimento azionario o performance aziendale post-deal. Il quadro che emerge è preoccupante: in media, per l'acquirente le operazioni di M&A sono spesso azzardi che portano a risultati pari a zero e talvolta negativi. Già negli anni '80 si osservava come i benefici delle fusioni tendevano a ricadere principalmente sugli azionisti della società target, mentre gli acquirenti spesso registravano rendimenti neutri o leggermente negativi attorno all'annuncio (Moeller et Al., 2005). Il premio dell'acquisizione finisce dunque per arricchire i venditori, mentre agli acquirenti rimangono oneri d'integrazione e rischi di esecuzione tali da annullare il valore aggiunto. Nella successiva grande ondata di fusioni di fine anni '90, la situazione peggiorò ulteriormente: studi sugli *stock returns* anomali delle acquisizioni mostrano che tra il 1998 e il 2001 gli azionisti delle società acquirenti. In totale, nel quadriennio della bolla dot-

com, si stima una distruzione di ricchezza per gli acquirenti pari a circa 240 miliardi di dollari (Moeller et Al., 2005).

Sebbene non tutte le fusioni abbiano esiti così disastrosi, la tendenza sistemica vede anche oggi l'acquirente correre il grosso dei rischi: McKinsey (2010) stima che circa il 70% delle fusioni non riesce a generare l'incremento di ricavi atteso dal management al momento dell'operazione, confermando quanto sia difficile tradurre le promesse iniziali in valore reale.

Per comprendere in concreto le dinamiche di distruzione di valore negli M&A, è utile esaminare alcuni casi aziendali emblematici che hanno fatto scuola. Tra i molti "*deal disastrosi*" spesso citati in letteratura e nella cronaca finanziaria, spiccano le acquisizioni qui di seguito descritte, accomunate dall'aver pesantemente eroso il valore per gli acquirenti a causa di vari fattori critici.

AOL–Time Warner (2001): La fusione tra il colosso dei media *Time Warner* e la pioniera di internet *America Online* è considerata uno dei peggiori flop nella storia corporate. Annunciata nel 2000, in piena bolla "dot-com", come operazione da 164 miliardi di dollari basata principalmente su scambio azionario, avrebbe dovuto creare sinergie tra i contenuti media di *Time Warner* e la piattaforma web di AOL. In realtà si rivelò un fiasco epocale: con il successivo scoppio della bolla tecnologica, AOL risultò gravemente sopravvalutata e fu costretta a svalutare quasi 99 miliardi di dollari di avviamento nel 2002, registrando la più grande perdita annuale mai vista fino ad allora. La capitalizzazione di AOL crollò in pochi anni da oltre \$200 miliardi a poche decine di miliardi, trascinando al ribasso il valore del conglomerato. Le cause del fallimento furono molteplici: incompatibilità culturale, cambiamenti tecnologici non previsti e sinergie che non si concretizzarono mai. Nel giro di alcuni anni l'alleanza si sgretolò, con *Time Warner* che separò prima la divisione cable e poi AOL stessa; quest'ultima fu infine venduta a Verizon nel 2015 per soli 4,4 miliardi, a testimonianza di quanto poco fosse rimasto del valore originario. Il caso AOL-Time Warner è divenuto il paradigma della fusione distruttiva di valore, evidenziando i pericoli di un eccesso di entusiasmo strategico non supportato da realismo (Moeller et Al., 2005).

Microsoft–Nokia (2013): Nel 2013 *Microsoft* decise di acquisire la divisione *Devices & Services* (telefoni cellulari) della finlandese *Nokia*, nell'ambito della strategia di entrare con forza nel mercato degli smartphone e sostenere il proprio sistema operativo mobile *Windows Phone*. L'operazione, dal valore relativamente più contenuto (circa 7–7,9 miliardi di dollari), sembrava giustificata dall'esigenza per *Microsoft* di colmare un gap competitivo nell'era mobile, rivelandosi però un vero fallimento. Il matrimonio tra *Microsoft* e *Nokia* ha sofferto di un *mismatch* strategico di fondo. I risultati furono disastrosi, nel 2015 *Microsoft* ha ammesso il fallimento dell'operazione con una svalutazione pari al 96% del valore dell'acquisizione *Nokia*, cancellando circa 7,6 miliardi di dollari dal bilancio e procedendo al licenziamento di migliaia di dipendenti ereditati (Dyer et Al. 2014). In pratica l'intera acquisizione è stata quasi azzerata in termini di valore. Le ragioni individuate ex-post includono errori di valutazione strategica, integrazione non efficace delle linee di prodotto e, in definitiva, l'aver inseguito una visione strategica (una piattaforma mobile proprietaria) che il mercato aveva già reso obsoleta. Il caso *Microsoft-Nokia* evidenzia come anche un investimento modesto rispetto alle dimensioni del compratore possa distruggere valore se non c'è allineamento tra l'operazione e le dinamiche competitive di settore.

Hewlett-Packard–Autonomy (2011): Quando *HP* annunciò nel 2011 l'acquisizione di *Autonomy*, società britannica leader nei software di *enterprise search* e *data analytics*, molti analisti restarono sorpresi dal prezzo elevato: 11,1 miliardi di dollari per una società con fatturato di circa 870 milioni, equivalenti a un multiplo di oltre 12x il fatturato. L'operazione rientrava nel tentativo di *HP* (tradizionalmente focalizzata su hardware e PC) di reinventarsi come attore di primo piano nel *software enterprise*, e quindi aveva una logica strategica di trasformazione. Tuttavia, il *deal* è passato alla storia come un *case study* di *overpayment* e fallimento post-merger. Nel 2012 *HP* effettuò una svalutazione massiccia di 8,8 miliardi relativa all'acquisizione (Dyer et Al. 2014), riconoscendo implicitamente di aver strapagato un asset il cui valore reale era molto inferiore a quanto stimato. Questo caso sottolinea il pericolo di combinare *hubris* strategica cioè la volontà di acquistare un posizionamento in un nuovo settore a qualsiasi prezzo con *due diligence* superficiale e scarsa integrazione

Questi casi evidenziano come differenti fattori di rischio possano convergere nel determinare esiti altamente distruttivi nelle operazioni di M&A. Dall'euforia strategica non supportata dai *fundamentals* (AOL-Time Warner), al ritardo nel cogliere i *trend* di mercato (Microsoft-Nokia), fino al pagamento di multipli esorbitanti senza adeguata due diligence (HP-Autonomy), le acquisizioni opportunistiche o mal concepite presentano una probabilità elevata di fallimento. Le lezioni apprese da tali fiaschi hanno portato molti operatori a riflettere su approcci alternativi e più prudenti alle fusioni e acquisizioni.

In particolare, negli ultimi anni sta emergendo evidenza di come un approccio programmatico all'M&A possa mitigare gran parte dei rischi sopra menzionati. A differenza delle operazioni *one-shot* di grande portata prevedendo acquisizioni seriali più piccole, sistematiche e coerenti con una strategia di lungo termine. Questo metodo consente alle aziende di sperimentare, apprendere e integrare gradualmente, sviluppando competenze interne che riducono il rischio di errori fatali. L'M&A programmatico viene ritenuto la strategia meno rischiosa e con la maggiore probabilità di generare surplus di valore positivo nel medio-lungo periodo. Ciò avviene perché operazioni più piccole e continue permettono di evitare sia i grandi errori strategici (suddividendo le scommesse su più target e correggendo la rotta ove necessario), sia gli shock organizzativi da integrazioni massive, distribuendo il cambiamento nel tempo.

3. L'efficacia degli M&A programmatici rispetto alle operazioni sporadiche

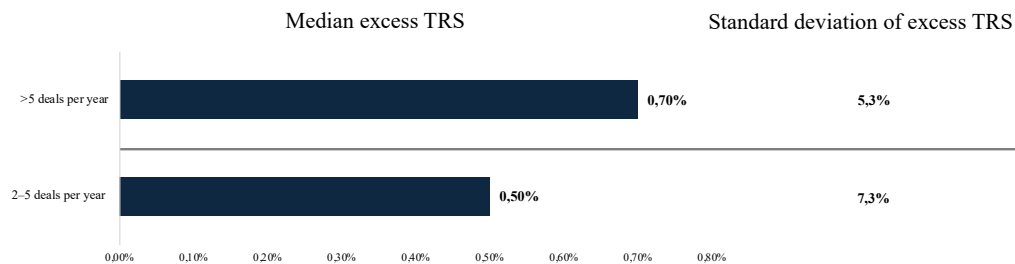
3.1 Benefici degli M&A programmatici

Nel contesto attuale, caratterizzato da volatilità e trasformazioni strutturali dei mercati globali, le strategie di crescita per via esterna assumono un ruolo sempre più rilevante per la creazione di valore sostenibile nel tempo. A tale riguardo, l'approccio programmatico alle operazioni di fusione e acquisizione ha evidenziato una superiorità sistematica rispetto ad altre modalità d'intervento straordinario, sia in termini di performance finanziaria che di coerenza strategica.

Numerose ricerche empiriche mostrano che le aziende acquirenti seriali ottengono risultati finanziari migliori rispetto a chi realizza acquisizioni isolate. Lo studio condotto da *McKinsey* (Radunicky et Al. 2019) su un ampio arco temporale, in particolare, sull'intervallo compreso tra il 1999 e il 2010, e successivamente tra il 2007 e il 2017, ha mostrato che le imprese appartenenti al campione "*Global 1000*" che hanno implementato strategie M&A seriali, basate su acquisizioni di media-piccola dimensione effettuate con regolarità, hanno generato rendimenti totali per gli azionisti superiori rispetto a quelle che si sono affidate a operazioni isolate di ampio calibro o a modelli di crescita organica. In altre parole, a parità di condizioni settoriali, le imprese con approccio di M&A continuo hanno accresciuto il valore per gli azionisti con un ritmo nettamente superiore. Al contrario, strategie alternative come grandi fusioni "trasformative" o acquisizioni sporadiche non hanno generato lo stesso valore, mostrando in media *performance* pari o inferiori ai rispettivi settori. Questi dati quantitativi confermano dunque che un programma costante di acquisizioni mirate può contribuire in modo significativo alla crescita del valore azionario nel lungo periodo.

Figura 3: Relazione tra numero di operazioni annue e rendimento in eccesso (TRS) per acquirenti programmatici

Fonte: Elaborazione propria su dati McKinsey & Company, “How lots of small M&A deals add up to big value”, 2019.



Come evidenziato nella Figura 3, tra le aziende che adottano strategie programmatiche di acquisizione, quelle che concludono oltre cinque operazioni nell'anno ottengono in media rendimenti in eccesso superiori rispetto a quelle con attività meno intensa. Non solo: la deviazione standard (indicativa della volatilità dei risultati), inferiore di due punti percentuali, indica la minore esposizione ai rischi e la maggiore resilienza aziendale garantita dalle operazioni programmatiche. Le acquisizioni sistematiche di dimensioni moderate permettono una distribuzione più efficace del rischio, risultando in una volatilità inferiore nei rendimenti aziendali rispetto a grandi acquisizioni singole e sporadiche. In particolare, i cosiddetti serial acquirers tendono a manifestare una deviazione standard dei risultati finanziari inferiore rispetto a chi adotta strategie differenti, riuscendo a mantenere performance relativamente solide anche durante fasi critiche del ciclo economico e in situazioni di incertezza dei mercati (Radunicky et Al. 2019).

Ad esempio, durante la crisi finanziaria 2008–2009, le imprese con M&A ricorrenti hanno continuato a generare rendimenti positivi per gli azionisti, a differenza di molte aziende che affidavano la crescita a poche acquisizioni isolate. Ciò suggerisce che l'approccio programmatico offre protezione dai cicli avversi, grazie alla flessibilità di potere calibrare investimenti minori in base alle condizioni del momento (rinviando, riducendo o modulando le operazioni senza compromettere la strategia complessiva). Inoltre, l'impatto di un singolo *deal* andato male risulta limitato nell'economia generale di un

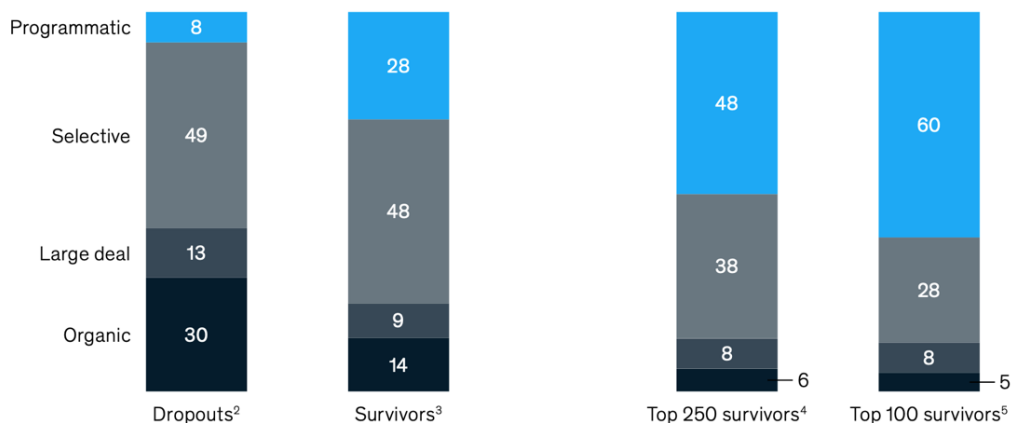
programma ben diversificato, evitando effetti catastrofici sul valore aziendale che invece potrebbero derivare dal fallimento di una mega-acquisizione unica.

A rafforzare questa evidenza, si aggiunge un ulteriore elemento di analisi relativo alla persistenza strategica dei diversi approcci M&A nel tempo: il grafico in Figura 4 mostra che nessuna delle imprese che nel periodo 2004–2014 adottava esclusivamente una strategia organica è successivamente passata a un modello programmatico. Al contrario, oltre un quarto di esse è uscita dal *ranking* delle prime mille imprese globali entro il 2017, un dato che segnala la vulnerabilità associata all’assenza di una strategia di crescita esterna sistematica e adattiva. Tale evidenza conferma come il ricorso a M&A ricorrenti non solo consenta di conseguire migliori performance nel breve e medio periodo, ma rappresenti anche un fattore critico di sopravvivenza competitiva nel lungo termine.

Figura 4 – Distribuzione delle strategie M&A tra le aziende Global 1000 nel periodo 2007–2017

Fonte: McKinsey & Company, “The Continuing Case for Programmatic M&A”, 2019

Distribution of 2007 Global 1,000 in 2017,¹ %



¹ Global 1,000 comprises companies that are among the top 1,000 by market capitalization; excludes companies headquartered in Africa and Latin America. Figures may not sum to 100%, because of rounding.

² Companies in Global 1,000 on Dec 31, 2007, but not on Dec 31, 2017 (n = 178).

³ Companies in Global 1,000 on both Dec 31, 2007, and Dec 31, 2017 (n = 686).

⁴ Companies among top 250 companies in Global 1,000 on both Dec 31, 2007, and Dec 31, 2017 (n = 157).

⁵ Companies among top 100 companies in Global 1,000 on both Dec 31, 2007, and Dec 31, 2017 (n = 65).

Un vantaggio strategico rilevante dell’approccio programmatico è rappresentato dalla progressiva costruzione di competenze organizzative cumulative legate alla gestione delle operazioni di M&A. Attraverso l’esperienza maturata in acquisizioni ripetute, le imprese

sviluppano nel tempo un vero e proprio “motore” interno per le attività di fusione e acquisizione, perfezionando le proprie capacità lungo tutte le fasi del processo, dalla fase di scouting e selezione dei target fino all’integrazione post-operazione. Alla luce della teoria delle risorse e delle capacità dinamiche, questo processo incrementale di apprendimento si traduce nella formazione di una M&A *capability* distintiva: un *asset* intangibile costituito da conoscenze codificate, *routines* operative e competenze manageriali che consente di affrontare le operazioni straordinarie con un livello crescente di efficacia, efficienza e resilienza organizzativa.

Lo studio accademico svolto da Vinocur et al. (2023) conferma che l’esperienza accumulata tramite acquisizioni seriali ha un impatto positivo sulla performance di lungo termine dell’impresa, ad esempio migliorando indicatori come il ROE (*Return on Equity*) e il rapporto *Market-to-Book* rispetto alle aziende meno attive in ambito. Ciò avviene perché le imprese programmatiche imparano dai deal precedenti, sviluppano *PlayBook* replicabili e istituzionalizzano le *best practice* di M&A. La ricerca di Radunicky et Al. (2019) osserva che queste aziende “*stanno costruendo capacità durevoli e distintive nel fare acquisizioni, proprio in virtù dell’approccio sistematico*”. Tali competenze includono la capacità di valutare con precisione sinergie potenziali, di condurre *due diligence* approfondite in tempi brevi e di pianificare l’integrazione con metodo. Dal punto di vista pratico, molte aziende che adottano acquisizioni seriali istituiscono team dedicati di M&A all’interno della propria struttura organizzativa, dotandoli di risorse finanziarie e manageriali adeguate. Questi team specializzati, rafforzati dall’esperienza, riescono ad agire con tempestività quando si presenta un’opportunità strategica, dando all’azienda un vantaggio di velocità sui concorrenti. Ad esempio, *Cisco Systems* nei primi anni 2000 ha costruito una reputazione di “acquirente seriale” di start-up tecnologiche, sviluppando un reparto M&A interno estremamente rodato: ciò le ha permesso di integrare decine di piccole società ogni anno, assorbendone rapidamente le tecnologie e i talenti, e alimentando così la propria crescita nell’*high-tech* (Vinocur et al. 2023). In generale, la ripetitività nelle operazioni funge da palestra organizzativa, trasformando l’M&A in una competenza centrale dell’impresa. Questo patrimonio di conoscenze rende l’azienda più abile nel generare valore da ogni acquisizione successiva, creando un circolo virtuoso di miglioramento continuo che i concorrenti saltuari difficilmente riescono a eguagliare.

Direttamente collegata alle competenze è la maggiore efficacia nell'integrazione *post-merger* e nella realizzazione delle sinergie previste. Poiché le acquisizioni programmatiche sono inserite in un disegno strategico di lungo periodo (anziché essere operazioni opportunistiche isolate), le aziende tendono a dedicare maggiori sforzi e metodicità nella fase di integrazione di ciascun target. Dalle interviste condotte (Radunicky et Al. 2019) emerge che gli acquirenti programmatici spesso affrontano *due diligence* e integrazione in parallelo, iniziando a pianificare l'integrazione già durante le trattative, e non aspettando la chiusura formale del *deal*. Questo permette di definire prima e meglio come unire processi, sistemi e risorse umane, minimizzando ritardi e inefficienze. Inoltre, tali imprese mostrano una sensibilità superiore verso gli aspetti culturali: studi indicano che gli acquirenti programmatici pongono maggior enfasi sulla compatibilità culturale e sulla salute organizzativa sia durante la *due diligence* sia nel *post-merger*, molto più dei concorrenti non seriali. Questa attenzione proattiva ai temi di *people management* riduce il rischio di attriti culturali e fughe di talenti, uno dei principali motivi per cui molte acquisizioni tradizionali falliscono nel generare valore atteso. In effetti, mantenere l'impegno e la motivazione del personale chiave della *target* è cruciale per non disperdere le competenze acquisite: le aziende programmatiche, avendo integrato molte imprese nel tempo, sviluppano protocolli per gestire queste transizioni del personale in modo ottimale.

Oltre alla cultura, la realizzazione delle sinergie (di costo e di ricavo) viene perseguita con maggiore disciplina. Un'analisi comparativa ha rilevato che le aziende programmatiche sono due volte più propense rispetto alla media dei competitor a stimare quantitativamente le sinergie attese in ogni fase del processo di M&A, e 1,4 volte più propense a nominare chiaramente un responsabile per ciascuna fase (dalla valutazione iniziale all'integrazione operativa) (Radunicky et Al. 2019), ciò si traduce in una *accountability* più forte e in un monitoraggio sistematico del progresso nell'implementazione delle sinergie, aumentando le probabilità di concretizzarle pienamente. In sintesi, grazie all'apprendimento e ai processi ripetibili, gli acquirenti programmatici riescono a integrare le società acquisite in modo più rapido ed efficace, massimizzando il contributo di ogni acquisizione alla creazione di valore complessivo.

L'approccio programmatico conferisce all'azienda una maggiore flessibilità strategica e capacità di innovazione continua. Implementando una serie di piccole-medie acquisizioni mirate, l'impresa può riadattare costantemente il proprio portafoglio di attività e competenze, seguendo l'evoluzione del mercato e della tecnologia. Ad esempio, imprese come *Alphabet/Google*, *Apple* o *Facebook (Meta)* hanno utilizzato acquisizioni seriali di *startup* per tenere il passo con i rapidi cambiamenti tecnologici, acquisendo nuovi servizi e piattaforme (dai *social media* alle soluzioni di intelligenza artificiale) e integrandoli nel proprio ecosistema. Questo approccio permette di colmare velocemente *gap* tecnologici o di prodotto senza dover sviluppare tutto internamente, accelerando l'innovazione. Inoltre, grazie al flusso continuo di acquisizioni, l'azienda può esplorare nuovi segmenti di mercato in modo incrementale: ogni piccolo deal fornisce un tassello che amplia gradualmente l'offerta o la presenza geografica, con un investimento unitario contenuto e facilmente assorbibile. Un caso emblematico è quello di *Large Logistics Group (LLG)*, multinazionale del settore logistico che in circa vent'anni ha acquisito oltre 100 aziende in tutto il mondo, espandendo la propria presenza in più di 100 paesi. Attraverso questo programma sistematico di M&A, LLG ha potuto scalare globalmente in tempi rapidi, integrando le imprese acquisite sotto un'unica struttura operativa. Ciò ha portato non solo ad una crescita dimensionale, ma anche allo sviluppo di capacità logistiche avanzate: ad esempio, LLG ha acquisito nuove tecnologie *software* per la comunicazione e l'evasione ordini tramite le sue acquisizioni, e le ha poi diffuse in tutto il gruppo. Tali risorse tecnologiche, inizialmente ottenute proprio grazie alle M&A, sono state continuamente potenziate attraverso il programma di acquisizioni in corso, contribuendo a migliorare l'efficienza operativa e ad abilitare iniziative innovative (come il programma di "*humanitarian logistics*" di LLG, che sfrutta la rete globale acquisita per interventi filantropici, (Riasanow T. et al. 2020).

Un approccio seriale consente anche di eliminare gradualmente attività non strategiche: le aziende programmatiche, proprio perché riesaminano spesso il proprio portafoglio durante le varie acquisizioni, individuano più facilmente gli asset o le linee di business che non si allineano più alla strategia core e possono dismetterli o cederli tempestivamente. Questo *refresh* continuo del portafoglio garantisce una maggiore coerenza strategica e un uso ottimale del capitale, reinvestendo nelle aree a maggior potenziale. Non a caso, ricerche recenti mostrano che anche sul fronte opposto delle

dismissioni l'approccio programmatico paga: le aziende che effettuano cessioni di asset in modo sistematico ottengono performance superiori e minore volatilità rispetto a chi effettua disinvestimenti sporadici o solo in caso di necessità. In sostanza, l'M&A programmatico offre la capacità di riconfigurare rapidamente l'azienda sia in espansione sia in contrazione, rendendola più agile e adattabile nel lungo periodo rispetto ai concorrenti vincolati a operazioni straordinarie occasionali (Vinocur E. et al 2023).

I benefici di un approccio programmatico alle fusioni e acquisizioni si manifestano dunque su più livelli: finanziario (rendimenti superiori per gli azionisti), strategico (maggiore flessibilità e allineamento di lungo termine), organizzativo (competenze e processi robusti per gestire M&A ripetute) e operativo (integrazione più efficace e innovazione continua). Tali vantaggi spiegano perché molti dei *player* di maggior successo dalle *big tech* alle multinazionali industriali abbiano adottato modelli di acquisizione seriale come parte integrante della propria strategia di crescita preferendoli alle scommesse isolate. Gli evidenti risultati positivi, tuttavia, non devono far trascurare l'altra faccia della medaglia: gestire un programma M&A ricorrente comporta anche sfide e complessità significative.

3.2 Confronto tra operazioni programmatiche e sporadiche

Come precedentemente analizzato, le strategie di M&A adottate dalle aziende possono essere classificate in quattro categorie principali: approccio programmatico, approccio selettivo, crescita organica e operazioni "*large deal*". Ciascuna di queste strategie presenta caratteristiche distinte in termini di frequenza e dimensione delle acquisizioni, modalità operative e impatto sulle performance aziendali. Dal punto di vista strategico, le quattro tipologie di approccio differiscono per filosofia di crescita e modalità con cui l'M&A si integra nella strategia aziendale complessiva.

L'approccio programmatico si fonda su una logica di crescita graduale ma costante: l'azienda identifica aree strategiche (*core business* o adiacenze) in cui espandersi e pianifica una serie di acquisizioni coerenti nel tempo. Questo approccio riflette una visione di lungo periodo, in cui le operazioni di M&A non sono eventi eccezionali ma

strumenti continuativi per costruire nuove competenze, prodotti o posizionamenti di mercato. Daume et al. (2021) evidenziano che le imprese programmatiche “gestiscono la crescita in modo proattivo” e mantengono l’M&A come parte integrante della strategia, indipendentemente dal successo o fallimento di una singola operazione.

Al contrario, gli approcci non programmatici tendono ad utilizzare l’M&A in modo più episodico o saltuario, spesso per soddisfare esigenze contingenti. Nell’approccio selettivo, le acquisizioni avvengono solo quando emergono opportunità considerate davvero essenziali, ad esempio l’acquisto mirato di un’attività per colmare una lacuna specifica nell’offerta o per rispondere a una mossa competitiva. La scelta strategica sottostante è spesso reattiva o opportunistica, più che pianificata. Questa intermittenza configura l’M&A non come un pilastro costante della strategia di crescita, bensì come uno strumento da impiegare con parsimonia. Il rischio è che tali operazioni siano meno inserite in un disegno strategico ampio e di lungo termine, e più esposte alla contingenza (es.: pressione di breve periodo per crescere o eccesso di liquidità da investire).

Nel caso delle operazioni “*large deal*”, la strategia è spesso quella di perseguire obiettivi di trasformazione o svolte strategiche con un singolo balzo. I *large deal* vengono intrapresi per ragioni strategiche di grande portata con una filosofia strategica ben definita “*una sola operazione ben scelta può cambiare il profilo competitivo dell’azienda*”. Tuttavia, questo implica un’elevata scommessa strategica su un singolo evento: l’esito positivo o negativo di quel *deal* incide enormemente sul percorso dell’azienda. L’elemento di rischio strategico è elevato, poiché il successo dipende da molte variabili, come sinergie reali, integrazione e tempismo di mercato, concentrate in un unico investimento, difatti la ricerca condotta da Werner R. et al. (2012) suggerisce che l’approccio *large deal* “*equivale essenzialmente al lancio di una moneta*” in termini di probabilità di creare valore, segno della forte aleatorietà associata a questa scelta strategica.

La crescita organica, d’altra parte, riflette una strategia opposta a quella “M&A centrica”: l’azienda sceglie deliberatamente di *non* fare affidamento su acquisizioni per la propria evoluzione strategica, preferendo investire internamente. L’idea strategica qui è che le competenze *core* e l’innovazione interna possano generare crescita sostenibile senza

diluire il controllo o integrare culture esterne. Questo approccio può essere adottato da aziende con forte capacità interna di sviluppo (ad esempio imprese con dipartimenti *R&D* all'avanguardia che ritengono di poter creare in-house le tecnologie di cui hanno bisogno). Strategicamente, però, l'approccio organico può esporre l'azienda al rischio di perdere slancio competitivo in contesti in cui i concorrenti usano attivamente l'M&A per acquisire nuove capacità o consolidare il mercato. Infatti, i dati mostrano che affidarsi solo alla crescita organica può comportare, in media, una performance inferiore rispetto a chi integra la crescita interna con acquisizioni mirate (Daume et al. 2021).

L'approccio programmatico si distingue dunque per la visione sistematica con cui l'M&A è utilizzato: esso richiede una chiara tesi strategica di investimento (ad esempio espandersi in determinate aree geografiche o segmenti di prodotto tramite molte acquisizioni minori) attuata con coerenza negli anni. Gli approcci selettivo e *large deal*, d'altra parte, implicano un impiego dell'M&A più saltuario e focalizzato su pochi obiettivi di grande importanza; ciò li rende meno adatti a sviluppare una capacità ripetibile e più dipendenti dalla corretta esecuzione di quei pochi deal critici. La crescita organica rappresenta infine una scelta strategica di fondo diversa: privilegiare lo sviluppo interno, che evita i rischi di integrazione delle acquisizioni ma può limitare le opportunità di crescita accelerata o di riconfigurazione del *business* che l'M&A invece offre.

Le diverse strategie di M&A comportano approcci operativi differenti, in termini di organizzazione interna, processi di *due diligence* e integrazione, e capacità manageriali richieste. Un elemento chiave che distingue l'approccio programmatico è la necessità di costruire un "*M&A engine*" interno, ossia un insieme di processi, competenze e *team* dedicati che consentano di eseguire acquisizioni frequenti in modo efficace. (Daume et al. 2021). Poiché un acquirente programmatico effettua operazioni seriali, deve sviluppare *routine* ripetibili: ad esempio, procedure standard per valutare i target, una *pipeline* costante di potenziali acquisizioni, un gruppo adeguato di corporate *development* e integrazione *post-merger*, e un "*playbook*" consolidato da applicare ogni volta (Gilligan J. & Galpin T. 2022). Questo investimento nelle capacità operative fa sì che, col tempo, l'azienda diventi più rapida e competente nell'eseguire *deal*, riducendo i rischi di errore.

Gli approcci selettivo e *large deal*, essendo sporadici, in genere non beneficiano di queste economie di apprendimento. Un'azienda che acquisisce raramente potrebbe non giustificare una struttura dedicata all'M&A: spesso non esiste un *team* permanente di integrazione, e le operazioni sono gestite di volta in volta da *manager* ad-hoc che magari non hanno un'esperienza approfondita in materia. Ciò può portare a inefficienze e rischi operativi: ad esempio, dedicare insufficiente tempo ed attenzione alla valutazione di un'opportunità di M&A. Studi empirici indicano che troppo spesso le aziende dedicano meno analisi a un'acquisizione che a un investimento interno equivalente, proprio perché prive di un processo strutturato. Al contrario, “*gli acquirenti programmatici hanno una probabilità circa 1,2 volte maggiore rispetto ai pari di costruire business case approfonditi per i potenziali target*”, segno di una disciplina superiore nell'allineare ogni operazione alla creazione di valore attesa (Daume et al. 2021).

Un'altra differenza operativa cruciale riguarda la gestione dell'integrazione *post-deal*. Le operazioni di grande dimensione (*large deal*) pongono sfide organizzative enormi: fondere due aziende di scala comparabile richiede integrare sistemi, processi e culture su un orizzonte pluriennale. Durante questo lungo periodo di integrazione, la gestione può essere assorbita dai problemi interni, con il rischio di disattenzione verso il mercato. È documentato che molte aziende, a seguito di una fusione di grandi dimensioni, perdono slancio innovativo o mancano finestre di mercato, perché concentrate sulle complessità interne dell'unione (Rehm W. et al., 2012).

L'approccio selettivo, pur riguardando acquisizioni più piccole, può paradossalmente soffrire di problemi simili su scala ridotta: l'assenza di routine consolidate significa che ogni acquisizione è un caso a sé, con un rischio più alto di *trial and error*. Manca spesso un *playbook* predefinito: la conoscenza accumulata nell'azienda su come condurre efficacemente un deal potrebbe essere scarsa o dispersa, poiché il tempo tra un'operazione e l'altra è lungo. Gilligan J. & Galpin T. (2022) notano che l'assenza di un approccio sistematico porta molti acquirenti strategici corporate a distruggere valore nelle loro transazioni. Invece, i soggetti, come i fondi di private equity, che adottano un processo ripetitivo e disciplinato, un vero “*transaction playbook*” applicato con coerenza, riescono a ottenere risultati migliori. Questo suggerisce che per un'azienda (*corporate*) acquirente, non sviluppare internamente competenze e metodi per l'M&A (tipicamente il caso se fa

acquisizioni rare) rappresenta un limite operativo intrinseco: ogni deal viene affrontato con meno preparazione e struttura, aumentando la probabilità di errori sia nella fase *pre-deal* (valutazione e scelta del target) sia nella fase *post-deal* (esecuzione delle sinergie).

Nel caso della crescita organica, le considerazioni operative riguardano più ciò che l'azienda non fa, rispetto a ciò che fa. Non facendo acquisizioni significative, l'azienda evita del tutto le sfide operative di M&A (*due diligence*, negoziazione, integrazione), eliminando i rischi di dis-sinergie e complessità organizzative introdotte da fusioni; dall'altro, l'azienda potrebbe non sviluppare alcune capacità preziose, come ad esempio: la capacità di integrare nuove tecnologie o *team* (cruciale in settori in rapido cambiamento) rimane inesplorata se l'azienda si affida solo a risorse interne. Operativamente, un'azienda abituata a crescere solo organicamente potrebbe risultare meno flessibile nel riconfigurare la propria attività, perché manca dell'esperienza di innesto di nuovi business dall'esterno. Inoltre, in mancanza di acquisizioni, l'unico modo di ridirezionare strategicamente l'azienda è tramite ristrutturazioni interne o investimenti organici, che spesso richiedono più tempo per produrre risultati.

Appare quindi evidente che l'operatività dell'M&A programmatico si fonda sulla ripetibilità e sulla costruzione di competenze interne: processi standardizzati, squadre dedicate e apprendimento continuo rendono queste organizzazioni capaci di integrare efficacemente molteplici acquisizioni. Gli approcci sporadici (*selective e large*) soffrono invece di una mancanza di strutture operative dedicate: ogni operazione rischia di essere affrontata come un progetto nuovo, con inevitabili inefficienze e rischi più alti di esecuzione subottimale. Il risultato, spesso osservato, è che i compratori non programmatici “*faticano a creare valore dalle loro transazioni*” (Gilligan J. & Galpin T. 2022). La crescita organica, infine, evita problemi operativi di integrazione ma al costo di limitare gli strumenti a disposizione del management per cambiare passo: l'azienda può trovarsi priva di esperienza nell'M&A proprio quando ne avrebbe bisogno, svelando un limite operativo implicito di questa scelta conservativa.

Analizzando i risultati empirici derivanti dalla letteratura, si ha la dimostrazione evidente che le operazioni programmatiche creino dei rendimenti migliori e più stabili rispetto alle altre tipologie di operazioni. Questo divario di efficacia è particolarmente evidente

quando si analizzano i risultati di breve periodo misurati attraverso il CAR (*Cumulative Abnormal Return*), una metrica che cattura la reazione del mercato alla notizia di un'acquisizione, isolando il valore percepito dagli investitori rispetto all'andamento generale del mercato. Secondo Daume et al. 2021 le aziende programmatiche registrano un CAR medio positivo di circa +1,3% nei tre giorni attorno all'annuncio dell'operazione, un risultato che riflette la fiducia del mercato nella coerenza strategica e nella capacità esecutiva di chi adotta un modello sistematico. Al contrario, gli acquirenti selettivi si fermano a CAR medi inferiori a +0,5%, mentre le operazioni di tipo large deal mostrano in media reazioni nulle o addirittura negative, a riprova del maggiore scetticismo del mercato verso strategie episodiche e ad alto rischio.

Ma il vero elemento distintivo dell'approccio programmatico non è solo il livello assoluto dei CAR, quanto la frequenza con cui questi risultano positivi: il 65% delle operazioni effettuate da aziende programmatiche genera CAR positivi, contro meno del 45% nel caso delle strategie selettive e una percentuale ancora più bassa per i large deal, evidenziando una superiore capacità di creare valore percepito in modo ripetuto e affidabile. Questa maggiore consistenza nei risultati trova conferma anche sul fronte dei rendimenti di lungo termine, dove il TSR (*Total Shareholder Return*) rappresenta un indicatore complementare utile a misurare l'efficacia strategica complessiva delle acquisizioni. Le aziende programmatiche, infatti, ottengono su un orizzonte decennale un TSR medio superiore di circa 2,3 punti percentuali rispetto a quelle che seguono strategie selettive o organiche, beneficiando non solo di una maggiore performance, ma anche di una minore varianza nei risultati, che si traduce in una ridotta esposizione al rischio di distruzione di valore.

La superiorità dell'approccio programmatico è confermata anche da evidenze aziendali concrete: una società del settore medicale, ad esempio, che nei primi anni 2000 eseguiva in media una sola acquisizione l'anno riportava un TSR negativo di -1,5% annuo; dopo aver adottato un approccio programmatico, incrementando a circa sei le operazioni annue (inclusi target medio-grandi), ha completamente invertito la rotta dei risultati. Analogamente, una multinazionale nel settore beverage, aumentando il numero medio di acquisizioni da 1,5 a 3 all'anno e ampliando la dimensione dei target, ha visto il proprio excess TSR passare da -6% nel periodo 2000–2009 a +2% nel decennio successivo.

(Daume et al. 2021) dimostrando come una maggiore frequenza, coerenza e sistematicità si traducano in un miglioramento tangibile della performance finanziaria.

Un altro aspetto rilevante emerso dagli studi recenti è che la combinazione di acquisizioni programmatiche minori con operazioni di maggiori dimensioni può contribuire a mitigare i rischi associati ai *large deal*: le aziende che hanno affiancato acquisizioni seriali a pochi grandi colpi strategici hanno ottenuto risultati migliori, con un TRS annuo superiore di circa +1% rispetto ai pari focalizzati esclusivamente sui big deal. Questa strategia ibrida consente infatti di rafforzare le competenze organizzative e di distribuire meglio il rischio, costruendo un portafoglio di operazioni più bilanciato.

Complessivamente, l'evidenza è chiara: l'M&A programmatico non solo genera una maggiore probabilità di esiti positivi nel breve periodo, come dimostrato dai CAR, ma permette anche di ottenere rendimenti più solidi e sostenibili nel lungo termine, come riflesso nei dati di TSR, grazie alla ripetizione sistematica, all'apprendimento organizzativo e a una più efficace allocazione del capitale.

3.3 Sfide e limiti nell'approccio programmatico

L'M&A programmatico nonostante quanto detto nel corso dell'elaborato presenta delle criticità, queste rendono complesse l'*execution* di tale strategia portando talvolta ad una sua applicazione errata, non creando dei reali benefici per l'azienda.

Un primo evidente limite dell'M&A programmatico è l'elevata complessità operativa. Condurre acquisizioni in modo ricorrente e sistematico richiede di gestire molteplici processi paralleli, dall'identificazione costante di target alla due diligence simultanea su più operazioni, fino all'esecuzione e all'integrazione *post-merger* di varie acquisizioni in tempi ravvicinati. Questa mole di attività supera di gran lunga quella di un approccio sporadico, in cui le operazioni sono poche e ben distanziate nel tempo. Di conseguenza, un'azienda che adotta il modello programmatico deve dotarsi di infrastrutture organizzative solide e di competenze specialistiche dedicate all'M&A. Queste capacità organizzative richieste implicano un notevole investimento manageriale e finanziario.

Solo le aziende con adeguate risorse e una chiara visione strategica riescono a mettere in piedi strutture di M&A permanenti (*Integration management*). Organizzare tale infrastruttura può essere oneroso, soprattutto per imprese di medie dimensioni o con poca esperienza pregressa in acquisizioni. Chi non dispone di queste competenze rischia di affrontare i *deal* in modo improvvisato: ad esempio, imprese non abituate ad acquisire spesso non giustificano la creazione di un team M&A dedicato, e finiscono per gestire le operazioni di volta in volta con manager ad-hoc privi di esperienza approfondita, ciò aumenta la probabilità di errori nelle valutazioni o nelle trattative e riduce l'efficienza del processo, vanificando i vantaggi della strategia programmatica

Va notato inoltre che la gestione di acquisizioni multiple può porre un problema di sovraccarico gestionale. Il *top management* e i *team* dedicati possono trovarsi a dover valutare e concludere diverse transazioni in parallelo, mentre allo stesso tempo gestiscono il *core business*. Questa tensione tra attività straordinarie di M&A e gestione ordinaria può creare inefficienze o distrazioni strategiche. Ad esempio, dirigenti chiave potrebbero distogliere attenzione dall'esecuzione operativa quotidiana per seguire operazioni di acquisizione, con potenziali impatti negativi sulla *performance* corrente dell'azienda. La letteratura suggerisce che le aziende programmatiche di successo mitigano questi rischi attraverso una chiara divisione di ruoli e una pianificazione attenta: spesso delegano le attività di *screening* e *due diligence* a *team* specializzati, mantenendo il consiglio di amministrazione focalizzato sulle decisioni strategiche più che sull'operatività minuta dei *deal*. Ciò non toglie che coordinare efficacemente tanti fili contemporaneamente rimanga una sfida considerevole. In assenza di sistemi ben oliati, il modello programmatico può deragliare a causa di processi ingovernabili o decisioni affrettate. Pertanto, la complessità operativa insita nell'M&A seriale costituisce un limite che solo organizzazioni altamente preparate possono gestire con successo.

Un'altra criticità fondamentale dell'approccio programmatico riguarda i rischi di integrazione post-acquisizione. Ogni acquisizione, anche se di piccole dimensioni, porta con sé la sfida di unire in modo efficace la nuova entità all'interno del gruppo acquirente, a livello di sistemi, processi, persone e cultura. Questo processo di integrazione è notoriamente complesso e rappresenta uno dei punti di maggior fallimento nelle

operazioni di M&A in generale. Le difficoltà di integrazione si manifestano in vari modi. Sul piano operativo, può risultare arduo combinare e standardizzare i processi di *business*, i sistemi informativi e le strutture organizzative di società diverse, specialmente quando le acquisizioni avvengono in rapida sequenza. Problemi di compatibilità tecnologica, sovrapposizioni di ruoli o inefficienze di coordinamento possono emergere se le integrazioni non sono pianificate con rigore. Un rischio concreto è la mancata realizzazione delle sinergie attese. Se un'azienda acquisisce ripetutamente con l'aspettativa di ottenere economie di scala o di scopo, ma non integra a fondo le nuove unità, quei risparmi sui costi o quelle opportunità di *cross-selling* potrebbero non materializzarsi. L'M&A programmatico promette sinergie cumulate, ma è l'esecuzione diligente dell'integrazione che le consegna davvero.

La ricerca evidenzia che gli acquirenti seriali di maggior successo dedicano enorme attenzione e disciplina alla fase integrativa proprio per fronteggiare questi rischi ad esempio, spesso pianificando l'integrazione già durante la *due diligence*, in parallelo alla trattativa, anziché rimandarla a dopo il *closing* (Vinocur E. et al. 2023). Ciò consente di definire precocemente come unire processi e sistemi, chi saranno i responsabili dell'integrazione e quali obiettivi di sinergia perseguire, minimizzando ritardi ed equivoci nell'esecuzione.

Un aspetto spesso sottovalutato ma cruciale nelle acquisizioni seriali riguarda gli impatti culturali sull'organizzazione. Ogni nuova acquisizione introduce nel gruppo acquirente persone con propri valori, prassi operative e stili di lavoro. Integrare con successo questi elementi umani e culturali è tanto importante quanto integrare sistemi e prodotti, ma è anche molto più complesso da gestire perché tocca corde emotive e identitarie. In un programma di M&A continuo, il potenziale di attrito culturale è elevato: fusioni ripetute possono generare incertezza e calo di motivazione tra i dipendenti, sia quelli delle aziende acquisite, sia quelli dell'azienda acquirente, che vedono mutare costantemente i confini organizzativi e i colleghi. Se non governati, questi *shock* culturali rischiano di tradursi in conflitti interni, diminuzione della produttività e perdita di talenti chiave. La compatibilità culturale tra azienda acquirente e *target* diventa quindi un fattore critico di successo per il modello programmatico, nel contesto di acquisizioni multiple, il rischio si amplifica se

l'azienda non adotta una strategia chiara di *people management*. Ogni nuova acquisizione necessita di un'attenta gestione del personale: comunicazione trasparente per ridurre l'ansia del cambiamento, percorsi di integrazione per allineare i valori e i comportamenti, e piani di *retention* per trattenere le risorse più preziose. Queste attività richiedono tempo e sensibilità; affrontarle ripetutamente può affaticare l'organizzazione se sprovvista di adeguati presidi HR dedicati. Le imprese programmatiche di maggior successo tendono ad aver sviluppato nel tempo una cultura aziendale aperta e ricettiva, capace di accogliere nuove realtà senza traumi. Come sintetizza efficacemente il rapporto di McKinsey (Daume et al. 2021), *“quando le organizzazioni in fusione gestiscono bene la componente culturale, hanno oltre il 40% di probabilità in più di raggiungere o superare gli obiettivi di acquisizione”*, a riprova di quanto la cultura sia un driver essenziale di valore, e di rischio nelle acquisizioni seriali. Pertanto, chi abbraccia un modello programmatico deve investirvi non solo in sistemi e processi, ma anche in *leadership* e cultura, per costruire un ambiente inclusivo e coeso nonostante l'arrivo costante di nuove persone.

Per quanto il modello programmatico abbia dimostrato efficacia in una vasta gamma di contesti, esistono limiti settoriali e vincoli ambientali che possono ostacolarne l'adozione o ridurne i benefici. Le dinamiche competitive e normative variano infatti da settore a settore, influenzando la fattibilità e la convenienza di una strategia di acquisizioni frequenti. La ricerca più recente secondo Daume et al. 2021, mostra che l'approccio programmatico tende a “funzionare” trasversalmente in quasi tutti i settori economici, con particolare successo nelle industrie avanzate e nei settori *energy e materials*. Ciò suggerisce che, in linea di massima, non vi è un limite settoriale intrinseco alla possibilità di creare valore con M&A ricorrenti. Tuttavia, in alcuni comparti specifici si possono riscontrare ostacoli strutturali che rendono più difficile perseguire acquisizioni seriali come strategia di crescita. Un primo esempio riguarda i settori fortemente regolamentati o soggetti ad autorizzazioni antitrust stringenti. In ambiti come quello finanziario (banche, assicurazioni) o delle telecomunicazioni, le operazioni di M&A specialmente se numerose devono superare iter approvativi complessi e possono incontrare lo scrutinio severo delle authority sulla concorrenza. Ciò può rallentare notevolmente un programma di acquisizioni o addirittura bloccare sul nascere determinate combinazioni societarie. Un'azienda potrebbe identificare vari target ideali ma scoprire di non poterli acquisire

tutti senza infrangere norme *antitrust* sul *market share*. Questo implica che la crescita per acquisizioni ha un tetto imposto dal contesto normativo in alcuni settori: un limite non presente in altri campi più liberalizzati. Inoltre, i requisiti regolatori, come ad esempio i requisiti patrimoniali per le banche che acquisiscono altre banche, possono alzare i costi e la complessità di ciascuna operazione, scoraggiando un approccio ripetuto.

Affinché la strategia programmatica sia attuabile deve esistere un bacino sufficiente di potenziali aziende da acquisire che siano di dimensioni e caratteristiche tali da apportare valore incrementale. In settori altamente concentrati, con pochi attori già molto grandi, potrebbe non esserci il numero di *target* “minori” necessario per fare acquisizioni seriali significative. Oppure i pochi *target* disponibili potrebbero avere valutazioni elevate, rendendo economicamente svantaggioso comprarne molti. Ad esempio, in alcune industrie manifatturiere tradizionali o nei servizi pubblici, la crescita passa spesso attraverso mega-fusioni tra pochi grandi gruppi più che tramite l’aggregazione graduale di *player* minori, per il semplice fatto che non esistono molti operatori indipendenti di piccola o media taglia. In questi casi, il modello programmatico potrebbe non trovare terreno fertile: l’azienda è costretta a puntare su pochi grandi deal o su crescita organica. Al contrario, in settori frammentati (come tecnologia, servizi professionali, piccola manifattura specializzata) ci sono molte imprese target potenziali e l’M&A seriale risulta più praticabile. Dunque, la struttura industriale di riferimento può facilitare o limitare l’implementazione di una strategia di acquisizioni continuative.

Da ultimo, va menzionato il contesto macroeconomico e competitivo come possibile freno esterno. In fasi di mercato con valutazioni azionarie elevatissime o con scarsità di opportunità (ad esempio bolle speculative, recessioni settoriali), anche un acquirente programmatico potrebbe dover rallentare il passo per evitare di pagare multipli esorbitanti o di comprare *asset* in declino. Sempre lo studio di Daume et al. 2021, analizza gli acquirenti programmatici sono riusciti a mantenere performance superiori anche durante periodi di alta volatilità economica, ad esempio durante la pandemia COVID-19, a riprova di una certa resilienza intrinseca del modello. Ciò non toglie però che le condizioni esterne possano dettare il ritmo: il programma di M&A va adeguato alle ciclicità del mercato e alla disponibilità di capitale. In sintesi, il *fit* dell’approccio programmatico può variare in

funzione del settore industriale e del contesto: alcune imprese potrebbero dover fronteggiare ostacoli specifici del settore o limitazioni organizzative interne che rendono l'adozione piena del modello meno praticabile. Resta dunque fondamentale valutare caso per caso la coerenza strategica dell'M&A seriale con il settore in cui si opera e con i vincoli del mercato di riferimento.

Considerati i punti sopra, sorge spontanea una domanda: *se l'M&A programmatico produce, in media, risultati migliori, perché molte aziende esitano ad adottarlo?*

Una parte della risposta risiede nella resistenza al cambiamento e nelle difficoltà intrinseche nel passare da un approccio tradizionale a uno programmatico. Cambiare radicalmente la propria strategia di crescita non è mai banale: significa ridisegnare processi, investire in nuove competenze e, spesso, modificare la stessa mentalità del *management* riguardo alle acquisizioni. Adottare un approccio programmatico richiede innanzitutto una forte convinzione strategica da parte della *leadership*. È necessario credere nel valore di una serie di acquisizioni come percorso di crescita a lungo termine, poiché i frutti non sono immediati e il mercato finanziario potrebbe essere scettico inizialmente. Alcuni *top manager*, abituati a valutare le operazioni singolarmente, faticano a sposare una visione di insieme dove le acquisizioni minori, sommate, ridisegnano gradualmente l'azienda, inoltre, se l'organizzazione non ha mai fatto M&A seriale prima, c'è una naturale paura dell'ignoto con il timore di imbarcarsi in un processo che richiede competenze nuove e può esporre a rischi cumulativi.

L'M&A programmatico presenta al contempo opportunità straordinarie e sfide significative. Esso offre una via per crescere in modo costante e resiliente attraverso acquisizioni ripetute, ma esige dall'azienda un livello di preparazione e disciplina elevatissimo. Complessità operativa, necessità di capacità organizzative dedicate, rischi di integrazione multipli, impatti sulla cultura aziendale e ostacoli contestuali sono tutti elementi che possono limitare o mettere alla prova questo approccio. Non sorprende quindi che molte imprese adottino prudentemente altre vie, o che solo una minoranza riesca a diventare davvero "*serial acquirer*" di successo.

4. Analisi del contesto italiano: le operazioni di M&A nel 2024

4.1 Evoluzioni e trend del mercato M&A in Italia

Il mercato italiano delle fusioni e acquisizioni ha vissuto profonde trasformazioni negli ultimi decenni, rispecchiando gli sviluppi economici, normativi e geopolitici che hanno influenzato il paese. Come evidenzia la letteratura (Tabellini, in KPMG Corporate Finance, 2010) dal 1988 ai primi anni 2000, si è assistito a un intenso sviluppo, inizialmente trainato dal programma di privatizzazioni e dall'affermazione dei fondi di *private equity*. Queste privatizzazioni hanno reso disponibili al mercato importanti realtà industriali e finanziarie, favorendo l'ingresso di capitali stranieri attratti anche dalla competitività generata dalla svalutazione della lira. L'adozione dell'euro nel 1999 ha poi ulteriormente rafforzato la stabilità economica, incrementando sia l'attrattiva internazionale sia la fiducia delle imprese italiane nell'espansione tramite acquisizioni.

Parallelamente, il quadro regolamentare italiano si è progressivamente allineato agli standard internazionali, favorendo una maggiore trasparenza e contendibilità del mercato societario. L'introduzione del Testo Unico della Finanza e l'attività dell'autorità antitrust hanno creato un contesto più definito, agevolando operazioni di maggiore complessità.

Tuttavia, l'inizio degli anni 2000 ha visto una temporanea battuta d'arresto causata dagli shock globali, quali la crisi "dot-com" e gli eventi dell'11 settembre, che hanno rallentato le operazioni fino alla metà del decennio. Successivamente, dal 2005 al 2007, il mercato M&A italiano ha sperimentato una vigorosa ripresa, favorita dalla disponibilità di liquidità, condizioni macroeconomiche favorevoli e dal crescente protagonismo dei fondi di private equity. Questo periodo ha segnato un apice storico, prima che la crisi finanziaria globale del 2008 imponesse un drastico cambio di scenario. (Tabellini, in KPMG Corporate Finance, 2010).

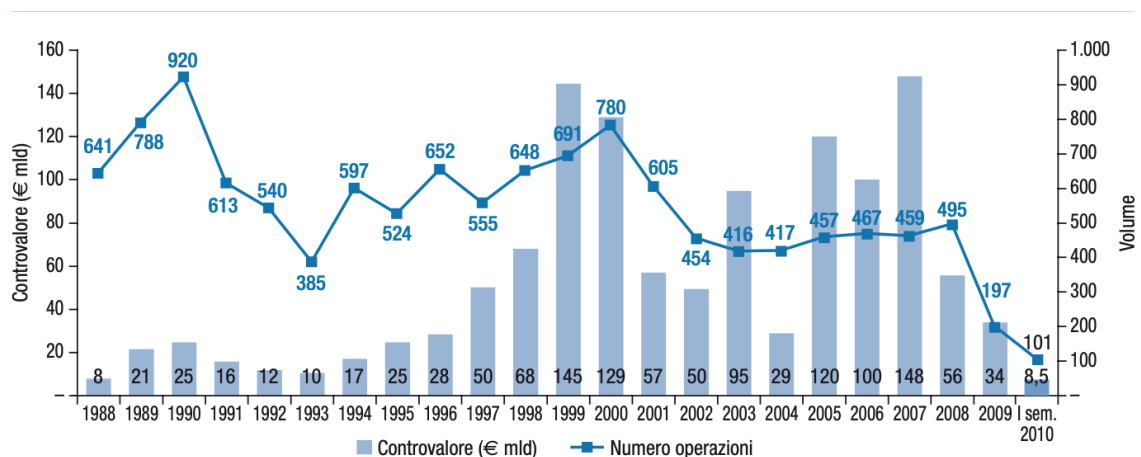
La crisi del 2008-2009 ha causato un brusco calo nelle operazioni, con l'accento che si è spostato dalle strategie di crescita esterna alla ristrutturazione interna e al risanamento delle imprese in difficoltà. Solo verso metà degli anni 2010, dopo la crisi dei debiti sovrani, il mercato è tornato gradualmente a crescere, caratterizzato da un rinnovato

interesse internazionale per il tessuto imprenditoriale italiano e dalla propensione delle imprese domestiche verso operazioni selettive all'estero. L'introduzione della normativa sul "golden power" ha creato un equilibrio tra tutela degli asset strategici nazionali e apertura agli investimenti internazionali.

La pandemia di COVID-19 nel 2020 ha rappresentato un ulteriore freno temporaneo, rapidamente superato con una significativa ripresa già nel 2021 e un picco nel 2022, sostenuto dalla forte presenza dei fondi di private capital nonostante le incertezze geopolitiche e inflazionistiche (Daviddi & Romeo, 2025). Il 2023 ha poi mostrato un lieve rallentamento dovuto all'inasprimento delle condizioni finanziarie e all'incertezza geopolitica, segnando una fase di consolidamento prima di nuove evoluzioni attese per il 2024 (Daviddi & Romeo, 2025).

Figura 5: Mercato M&A in Italia, controvalore e numero di operazioni complete dal 1988

Fonte: KPMG Corporate Finance. (2011). *20 anni di M&A: Le principali dinamiche del mercato M&A negli ultimi vent'anni.*



Passando all'analisi della situazione attuale, i dati evidenziano che il 2024 si è chiuso con un rinnovato slancio nel mercato italiano dell'attività di fusioni e acquisizioni nel Paese. In base al report annuale di EY (2025), sono state annunciate circa 1.365 operazioni nel corso del 2024, con un incremento del 13% rispetto alle 1.210 dell'anno precedente. Si tratta di un volume di deal senza precedenti storici in Italia, a conferma di un *trend* di

crescita di lungo termine nel ricorso a operazioni straordinarie come leva strategica. Anche il valore aggregato delle transazioni ha mostrato una progressione positiva, raggiungendo circa €63,9 miliardi (+9% su base annua). Pur restando al di sotto dei picchi storici registrati negli anni 2006-2007, tale controvalore rappresenta un netto recupero rispetto al 2023 e segnala la resilienza del mercato nonostante le incertezze del contesto macroeconomico.

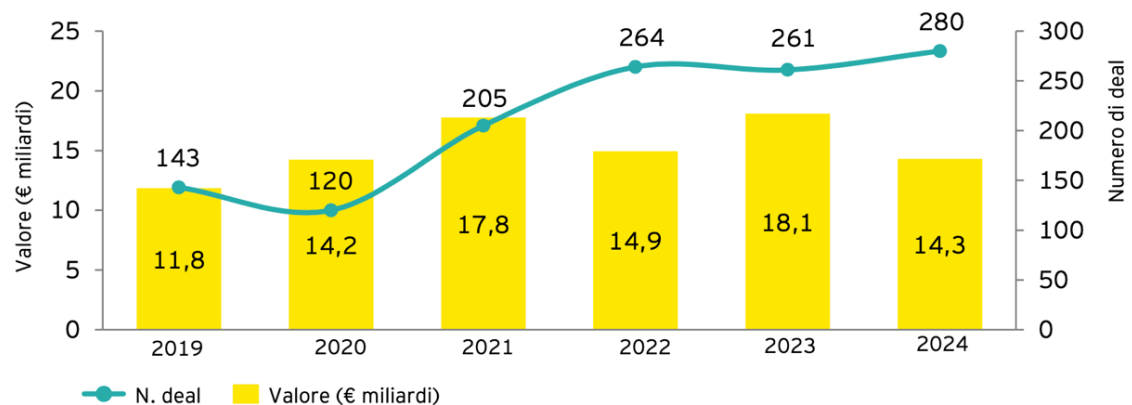
In particolare, dopo tre trimestri iniziali piuttosto sottotono, gli ultimi mesi del 2024 hanno contribuito in maniera determinante a questa performance: si è osservata un'accelerazione significativa sia nel numero di operazioni finalizzate sia nei volumi generati nel quarto trimestre, recuperando il ritardo accumulato a inizio anno (Daviddi & Romeo, 2025). Questa spinta finale ha permesso di archiviare il 2024 come un anno di espansione per l'M&A italiano, consolidando il *trend* di medio termine che vede il nostro Paese sempre più attivo sul fronte delle acquisizioni e fusioni societarie. Analizzando la composizione e le caratteristiche del mercato M&A italiano nel 2024, emergono alcune tendenze dominanti in linea con le evoluzioni già osservate negli ultimi anni, ma con ulteriori spunti di interesse. In primo luogo, la dimensione media delle operazioni si mantiene relativamente contenuta rispetto alle grandi ondate del passato, indicando un ruolo preponderante del *mid-market*. A fronte di un numero maggiore di grandi operazioni (15 di valore individuale superiore a €1 miliardo nel 2024, in aumento rispetto agli 11 registrati nel 2023, il contributo complessivo di queste grandi transazioni è risultato in lieve calo: circa €32,6 miliardi investiti attraverso *megadeal* nel 2024, pari a un -9% rispetto al controvalore aggregato di quelli dell'anno precedente. Ciò implica una riduzione della dimensione media per singolo grande deal, segno di una certa frammentazione dei capitali su più operazioni di taglio leggermente inferiore. Viceversa, il segmento *mid-market* ha mostrato una vivacità notevole: il volume complessivo imputabile a operazioni di fascia media (sotto la soglia del miliardo) è stimabile attorno a €31,3 miliardi, in crescita di oltre il 35% su base annua. Di fatto, nel 2024 il *mid-market* ha contribuito in misura quasi equivalente ai *megadeal* nel formare il valore totale annuo, a riprova di un mercato molto attivo anche nelle operazioni di consolidamento tra imprese di dimensioni medie.

Questa ampia base di operazioni di taglio intermedio rappresenta una caratteristica strutturale dell'M&A italiano recente, spesso legata alla necessità di rafforzare la competitività tramite acquisizioni mirate, senza attendere necessariamente il coinvolgimento di colossi in operazioni trasformative. Non sorprende quindi che circa il 75% delle operazioni annunciate nel 2024 abbia avuto quale *driver* strategico il consolidamento di filiere o di settori produttivi affini. Molte imprese hanno perseguito acquisizioni allo scopo di integrare verticalmente la propria catena del valore o di aggregare concorrenti e fornitori, consolidando la propria posizione di mercato. Questa tendenza denota un continuo processo di razionalizzazione industriale e di ricerca di economie di scala a livello nazionale, in particolare nei distretti tipici del *Made in Italy*.

Un altro aspetto saliente del 2024 è la forte internazionalizzazione dei flussi di M&A che coinvolgono l'Italia. In termini di controvalore, le operazioni *cross-border* hanno dominato la scena, rappresentando circa l'86% del valore totale del mercato. Tale predominanza delle transazioni internazionali riflette due dinamiche convergenti: da un lato, l'interesse costante degli investitori esteri per gli asset italiani e i marchi *Made in Italy*, e dall'altro la crescente propensione delle aziende italiane ad espandersi oltre confine per accelerare crescita e dimensione. Sul fronte inbound (investitori esteri che acquisiscono società italiane), nel 2024 si sono registrate 417 operazioni per un totale di €34,8 miliardi. Ciò conferma l'attrattiva del tessuto imprenditoriale italiano, ricco di aziende leader in settori di nicchia, marchi di prestigio e know-how specialistico, nei confronti di acquirenti stranieri, siano essi multinazionali in cerca di espansione in Europa, operatori globali interessati a rilevare eccellenze italiane, o fondi internazionali a caccia di opportunità di investimento.

Figura 6: Trend M&A delle aziende italiane su target estere (2019/2024), deal maggiori di \$ 5 milioni.

Fonte: Daviddi, M., & Romeo, I. (2025). *EY M&A Barometer: Investimenti in Italia: Review 2024 e Preview 2025*. EY.



Parallelamente, come mostrato in figura 6, sul fronte *outbound*, le imprese italiane hanno continuato a mostrare dinamismo nell'acquisire attività all'estero: nel 2024 si contano circa 246 acquisizioni di aziende straniere da parte di acquirenti italiani, per un controvalore complessivo di €28 miliardi. Questo dato testimonia la volontà di molti gruppi nazionali di affermarsi sui mercati internazionali, attraverso operazioni mirate volte a creare player di respiro europeo o globale. In particolare, diverse PMI italiane, spesso sostenute da partner finanziari, hanno intrapreso strategie di crescita esterna in paesi limitrofi o in mercati emergenti, per accedere a nuove risorse, tecnologie e bacini di clientela. La somma delle componenti *inbound* e *outbound* porta il valore delle transazioni *cross-border* nel 2024 a circa €62,8 miliardi, confermando come la dimensione internazionale sia predominante in valore. In termini di numero di operazioni, il mercato domestico resta invece molto significativo: le sole operazioni tra controparti italiane hanno superato quota 700 nell'anno, toccando un nuovo record storico in termini di frequenza. Tali deal pur di piccole e medie dimensioni (per un totale di circa €9,8 miliardi, inferiore al contributo domestico del 2022) hanno contribuito al rinnovamento del tessuto industriale nazionale, spesso attraverso aggregazioni di filiera volte a creare campioni settoriali più robusti e integrati. Il fatto che oltre la metà dei deal per numero

avvenga su base domestica, mentre la stragrande maggioranza del valore derivi da operazioni internazionali, indica una struttura duale del mercato M&A italiano: da un lato un vivace sotto-insieme di acquisizioni interne, tendenzialmente di taglio minore, funzionali al consolidamento nazionale; dall'altro poche centinaia di transazioni *cross-border (inbound e outbound)* che movimentano capitali molto ingenti. Questo duplice binario evidenzia come l'Italia sia contemporaneamente un paese target e un paese *acquiror* sullo scenario mondiale delle M&A, sebbene con ruoli differenti in termini di scala delle operazioni.

Un elemento di rilievo negli ultimi anni, confermato e ulteriormente accentuato nel 2024, è la crescente rilevanza degli investitori finanziari, in particolare dei fondi di *private equity*, nel panorama M&A italiano. I fondi, sia domestici che internazionali, hanno continuato a mostrare notevole appetito per operazioni sul mercato italiano, in molti casi affiancando gli imprenditori locali in progetti di crescita e consolidamento. Secondo il M&A Barometer di EY, nel 2024 gli operatori di *private equity* (inclusi i fondi infrastrutturali) sono stati coinvolti in 606 operazioni, incidendo per circa il 44% del totale dei *deal* annunciati. Questo dato segna un ulteriore incremento rispetto al 40% registrato nel 2023 e rappresenta una quota estremamente significativa, quasi la metà del mercato in termini di numero. La presenza dei fondi risulta trasversale: dai *buy-out* completi di aziende medio-grandi, alle acquisizioni *add-on* per piattaforme già in portafoglio, fino a operazioni in coinvestimento con partner industriali. La disponibilità di capitali dedicati (anche grazie alle raccolte record degli ultimi anni nei settori *private equity* e *private debt*) e la necessità per molti settori di accelerare i processi di ristrutturazione hanno reso i fondi un motore primario dell'attività di M&A. Nel 2024, il valore complessivo delle acquisizioni realizzate dai fondi di PE su *target* italiane, ove comunicato, ammonta a circa €30,4 miliardi, un dato leggermente inferiore rispetto all'anno precedente (circa €38,5 miliardi nel 2023), (Daviddi & Romeo, 2025). Il calo di controvalore, a fronte di un numero maggiore di operazioni, suggerisce che l'attività di investimento dei fondi si sia maggiormente concentrata sul *middle-market* e sulle operazioni di *build-up* e consolidamento, piuttosto che su grandi acquisizioni singole. In altri termini, pur essendo aumentato il numero di *megadeal* con coinvolgimento di fondi (nel 2024 vi sono state alcune acquisizioni di rilievo con sponsor finanziari, ancorché di taglio medio per gli

standard internazionali), l'apporto principale del *private equity* si è manifestato in una miriade di operazioni di dimensioni medie e piccole, con l'obiettivo di creare valore aggregando realtà complementari o supportando piani di espansione di società ad alto potenziale. La centralità crescente dei fondi come attori M&A si riflette anche nel *modus operandi* delle operazioni: spesso si tratta di processi competitivi strutturati, gestiti da advisor internazionali, che vedono i fondi in gara con operatori industriali strategici. La compresenza e talvolta collaborazione tra fondi e aziende in operazioni congiunte (*club deal*, co-investimenti) segnala un mercato maturo, in cui il confine tra investitore finanziario e industriale si fa più sfumato nella comune ricerca di opportunità di crescita non organica.

Volgendo lo sguardo d'insieme all'anno 2024, si può affermare che il mercato M&A in Italia abbia dimostrato dinamicità e capacità di adattamento in un contesto globale sfidante. Nonostante l'inflazione elevata e il costo del debito in aumento abbiano posto alcune difficoltà nel reperimento di finanziamenti, soprattutto nei primi mesi dell'anno, l'attività transazionale ha saputo trovare le condizioni per prosperare, facendo leva su *driver* strategici di lungo periodo. Il consolidamento industriale, l'innovazione tecnologica (ad esempio tramite acquisizioni mirate di start-up digitali), la transizione energetica e la ricerca di nuove dimensioni di scala per competere sui mercati internazionali sono stati tutti fattori alla base di operazioni significative nel corso dell'anno.

Ad esempio, tra i *deal* di maggior profilo va ricordata l'acquisizione da parte del fondo americano KKR della rete fissa di Telecom Italia (operazione "NetCo") per un controvalore di circa €14,2 miliardi: la maggiore transazione annunciata nel 2024. Questo *deal*, oltre a rappresentare un caso emblematico di investimento estero in un'infrastruttura strategica italiana, ha contribuito da solo in misura rilevante al volume complessivo dell'anno ed evidenzia la capacità del mercato italiano di attrarre capitali su operazioni complesse e di scala senza precedenti nel settore di riferimento. Allo stesso tempo, molte operazioni minori, spesso lontane dai riflettori mediatici, hanno interessato medie imprese in settori tradizionali (dalla meccanica al *food & beverage*), confermando quel

“sommerso virtuoso” di M&A diffuso che punta a rafforzare la competitività delle nostre filiere produttive.

Va osservato che i numeri positivi del 2024 celano comunque la persistenza di alcune criticità: secondo gli operatori, il 2024 è stato anche caratterizzato da numerose trattative iniziate e poi interrotte o posticipate, a causa di risultati economici delle società target inferiori alle attese o di condizioni di finanziamento non ottimali (ad esempio, valutazioni troppo distanti tra venditore e acquirente, o costo del debito elevato per leveraged buyout) in un clima geopolitico incerto (Daviddi & Romeo, 2025). Ciò indica che il mercato, pur solido, non è privo di frizioni e che il successo delle operazioni dipende da un delicato equilibrio di fattori macro e microeconomici.

L'evoluzione recente del mercato M&A in Italia mostra, quindi, un settore in fermento, capace di rinnovarsi e di crescere in modo consistente sia in termini di volumi sia per la varietà degli attori coinvolti e delle strategie perseguite. La breve digressione storica ha evidenziato come, dalle prime ondate di acquisizioni legate a privatizzazioni e internazionalizzazione negli anni '90 fino all'epoca attuale, l'M&A sia divenuto uno strumento sempre più centrale per la crescita e la competitività delle imprese italiane. Nel 2024 questa tendenza si è ulteriormente rafforzata: il mercato ha raggiunto livelli *record* per numero di operazioni e ha saputo mantenere un elevato dinamismo nonostante le sfide poste dallo scenario globale. I *trend* dominanti, incremento dei volumi, dominanza in valore delle operazioni *cross-border*, ruolo cruciale dei fondi di *private equity*, prevalenza di operazioni di consolidamento, delineano un panorama M&A maturo e articolato.

Il report annuale condotto da KPMG sottolinea che, sebbene i valori aggregati siano ancora distanti dai picchi assoluti del passato, il mercato appare ben impostato e supportato da fondamentali solidi. L'aspettativa condivisa da analisti e *practitioner* è che la leva delle fusioni e acquisizioni continui a rappresentare un fattore chiave di trasformazione del tessuto imprenditoriale italiano. L'M&A rimane infatti un veicolo privilegiato per perseguire innovazione, crescita dimensionale e internazionalizzazione, in un contesto in cui la competizione richiede massa critica e flessibilità strategica. Le evidenze del 2024 confermano questa visione: l'Italia partecipa attivamente alla ripresa

globale delle operazioni strategiche e si prepara ad affrontare le sfide future, dall'evoluzione settoriale all'impatto delle nuove tecnologie, con un mercato delle fusioni e acquisizioni in piena effervescenza e sempre più integrato nei flussi internazionali.

4.2 I settori con maggiori intensità di operazioni straordinarie

Nel corso del 2024, il mercato italiano delle operazioni straordinarie ha confermato una certa polarizzazione settoriale, con alcune industrie che si sono distinte per intensità e valore dei *deal*, riflettendo sia le specificità strutturali del sistema economico nazionale, sia l'evoluzione di priorità strategiche da parte degli investitori. In un contesto generale di aumento dei volumi complessivi, la composizione settoriale ha tuttavia mantenuto una certa continuità con il passato recente: il comparto industriale si è affermato come asse portante del M&A domestico, contribuendo per circa un quarto al totale delle operazioni (Daviddi & Romeo, 2025). Questo dato, al di là del semplice peso numerico, rivela una dinamica di consolidamento produttivo fortemente orientata alla crescita dimensionale e all'internazionalizzazione. L'aumento del valore aggregato delle operazioni in ambito industriale è sintomatico di una maggiore ambizione strategica da parte degli operatori italiani, come dimostrano alcuni *mega-deal* orientati a rafforzare la competitività su scala globale.

Anche il settore infrastrutturale e dei trasporti ha vissuto un'annata particolarmente attiva, posizionandosi come uno dei principali poli di attrazione per capitali, grazie a un mix di esigenze di ammodernamento e forte visibilità dei flussi futuri. Operazioni come l'ingresso di MSC in Italo e l'acquisizione di Prelios da parte di ION testimoniano l'interesse crescente per gli asset regolati e infrastrutturali, anche da parte di investitori non tradizionali. Non sorprende, quindi, che i volumi siano più che triplicati rispetto all'anno precedente (Fiani, KPMG, 2024), spinti non solo da grandi operazioni ma anche da una diffusa attività nel *mid-market*, favorita dalla liquidità disponibile nei fondi infrastrutturali.

Nel segmento dei beni di consumo, se da un lato si è registrata una crescita nel numero di *deal*, dall'altro si osserva una contrazione del controvalore, sintomo di un mercato vivace ma più frammentato, in cui le operazioni si concentrano su target di dimensione

contenuta. In questo senso, Fiani (KPMG, 2024) afferma che il 2024 segna un'evoluzione del consolidamento di filiera tipico del Made in Italy, con acquisizioni che mirano a rafforzare la catena del valore e ad ampliare la presenza all'estero, più che a realizzare trasformazioni di scala *disruptive*.

Il comparto energetico ha invece attraversato una fase di profonda trasformazione, alimentata dalla transizione *green* e dalla ristrutturazione di portafoglio da parte dei grandi *player* del settore. Il raddoppio del valore delle operazioni rispetto al 2023 riflette una forte accelerazione dell'attività M&A, che ha coinvolto sia il segmento oil & gas tradizionale, sia le energie rinnovabili, che attirano sempre più capitali istituzionali (Daviddi & Romeo, 2025). In questo scenario, l'Italia si conferma un mercato strategico per operatori globali in cerca di asset scalabili e ad alto potenziale, come dimostrato dalle operazioni di ENI, ERG e Vitol.

Un discorso a parte merita il settore *Life Sciences*, che nel 2024 ha conosciuto un evidente rallentamento, sia in termini di numero di operazioni sia di controvalore. Più che una crisi, si tratta di una fase di assestamento dopo l'euforia post-pandemica: molte operazioni strategiche sono rimaste in fase di gestazione e potrebbero concretizzarsi nei prossimi esercizi. Il comparto appare in transizione, ma con segnali di fermento legati a futuri cicli di disinvestimento e nuove aggregazioni (Daviddi & Romeo, 2025).

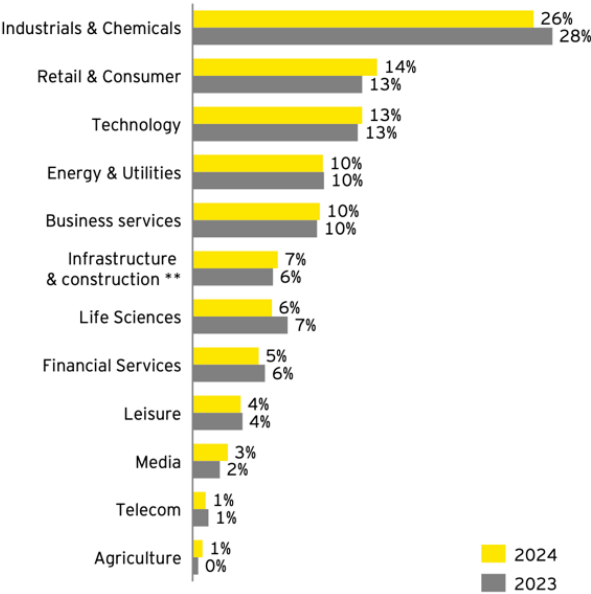
Infine, il settore TMT ha ricoperto un ruolo centrale, confermandosi come driver strutturale del M&A italiano. Il valore record raggiunto, pari a 17 miliardi di euro, è fortemente influenzato dalla maxi-operazione TIM-NetCo, ma anche al netto di quest'ultima il comparto ha evidenziato un'intensa attività in ambito IT e *software*, con numerose operazioni di taglia media (Fiani, KPMG, 2024). La digitalizzazione continua a rappresentare un vettore di investimento privilegiato, in cui convergono logiche di crescita organica e sviluppo per linee esterne.

In conclusione, l'analisi settoriale del 2024 evidenzia un mercato M&A in evoluzione ma solido, in cui le operazioni straordinarie si confermano uno strumento cruciale per rispondere alle sfide del contesto competitivo, dall'innovazione tecnologica alla ridefinizione delle catene del valore. Le differenze tra settori si manifestano soprattutto nella taglia delle operazioni, più che nella propensione all'M&A. Ciò che emerge con

chiarezza è una visione sempre più strategica dell’acquisizione, utilizzata come leva per rafforzare il posizionamento competitivo, accedere a nuovi mercati e attrarre capitali, in un ecosistema economico italiano che, pur tra incertezze, continua a offrire interessanti opportunità di trasformazione.

Figura 7: Breakdown delle transazioni per settore della target (per numero di operazioni)

Fonte: Daviddi, M., & Romeo, I. (2025). EY M&A Barometer: Investimenti in Italia: Review 2024 e Preview 2025. EY.



4.3 Impatto degli M&A programmatici in Italia

Nel panorama delle operazioni straordinarie, l’approccio programmatico alle fusioni e acquisizioni sta emergendo come una strategia di crescita distintiva e altamente efficace per molte imprese. Questo approccio si caratterizza per una sequenza regolare di acquisizioni di dimensioni medio-piccole, condotte in modo sistematico e integrato con la strategia aziendale di lungo periodo, anziché attraverso operazioni sporadiche o trasformatrici isolate. In altri termini, l’M&A programmatico tratta le acquisizioni come

un processo continuo, una vera e propria competenza organizzativa, invece che come eventi occasionali e opportunistici.

L'impatto strategico, finanziario e organizzativo di un approccio programmatico può dunque essere dirompente per le imprese italiane, soprattutto nel contesto competitivo attuale. Sul piano strategico, esso consente di accelerare la crescita e ampliarsi in settori nuovi in modo relativamente graduale e controllato: invece di tentare un balzo rischioso con una mega-fusione, l'azienda può costruire la propria presenza in un mercato adiacente attraverso una serie di piccoli passi, acquisendo via via competenze, risorse e quota di mercato. Ciò ha implicazioni profonde in Italia, dove molti settori tradizionali sono frammentati in una miriade di attori medio-piccoli: un *player* che abbraccia una strategia programmatica può farsi motore di consolidamento, aggregando progressivamente concorrenti minori o aziende complementari e diventando così un campione nazionale di maggiori dimensioni. Tale consolidamento programmatico può rafforzare la posizione competitiva delle imprese italiane sia sul mercato domestico sia a livello internazionale, dotandole di scala e risorse per competere coi grandi gruppi stranieri.

Diversi casi concreti evidenziano l'impatto strategico potenziale dell'M&A programmatico: le imprese italiane che lo adottano possono evolvere il proprio *business model*, diversificando prodotti e mercati in modo accelerato ma sostenibile, e costruire vantaggi competitivi durevoli in nuovi ambiti. Dal punto di vista finanziario, l'approccio programmatico tende a generare benefici sia in termini di crescita che di rendimento, pur richiedendo un'attenta gestione delle risorse. Le acquisizioni frequenti contribuiscono direttamente all'aumento di fatturato e *market share*, come visto, ma producono anche efficienze cumulative: integrazioni ben eseguite consentono di realizzare sinergie di costo (ad esempio ottimizzando le funzioni di supporto e la *supply chain* tra le società acquisite) e sinergie di ricavo (*cross-selling* di prodotti su reti distributive allargate, accesso a nuovi clienti, ecc.), che anno dopo anno migliorano la redditività.

L'evidenza empirica suggerisce che i *serial acquirers* riescono a mantenere margini e ritorni elevati proprio grazie a queste sinergie progressive e alla capacità di correggere rapidamente il tiro disinvestendo dalle attività meno performanti. In Italia, dove il costo

del capitale può essere più alto che in altri mercati e le risorse finanziarie delle imprese talora limitate, l'M&A programmatico offre il vantaggio di diluire nel tempo gli investimenti: invece di indebitarsi pesantemente per un'acquisizione gigantesca, un'azienda può effettuare piccoli acquisti con cadenza annuale o semestrale, finanziandoli in parte con la generazione di cassa operativa o con aumenti di capitale sul mercato azionario. In tal modo il *leverage* finanziario può rimanere sotto controllo, e gli investitori percepiscono meno rischio, premiando queste imprese con valutazioni di borsa più alte che a loro volta rendono più agevole finanziare ulteriori acquisizioni. Inoltre, la maggiore prevedibilità dei risultati, frutto di tante piccole scommesse anziché di uno o due grossi azzardi, si traduce spesso in minore volatilità dei rendimenti azionari (Lundberg et al., 2024), un fattore importante per gli azionisti di minoranza e gli altri stakeholder finanziari. Va aggiunto che l'adozione di strategie di M&A ripetute in Italia sta anche attraendo l'interesse di investitori istituzionali e fondi: diverse imprese con un chiaro *track record* di acquisizioni di successo diventano piattaforme su cui i *private equity* sono disposti a investire per accelerare ulteriormente il *buy-and-build*. Non a caso, una parte dei *serial acquirer* italiani non quotati vede la presenza di fondi nel capitale (Morpurgo, 2023), a conferma che il mercato dei capitali premia l'approccio programmatico percependolo come generatore di valore.

Naturalmente, vi sono anche sfide finanziarie: le imprese devono essere caute a non pagare multipli eccessivi trascinate dalla foga acquisitiva, e mantenere rigorosi processi di *valuation* per ogni *deal*. Tuttavia, le aziende programmatiche mature mostrano proprio questa disciplina: come detto, danno priorità al valore intrinseco dell'operazione più che al prezzo, evitando sia di soprapagare indiscriminatamente sia di lasciarsi sfuggire opportunità strategiche per un eccesso di avversione al prezzo (Lundberg et al., 2024).

Sotto il profilo finanziario l'M&A programmatico, se ben gestito, funge da motore di crescita sostenibile: produce aumento di scala graduale, migliora la redditività con le sinergie, stabilizza i ritorni nel lungo periodo e facilita l'accesso ai capitali necessari per ulteriori espansioni. L'esperienza recente nel contesto italiano del 2024 mostra chiaramente come un numero crescente di aziende stia traendo vantaggio da approcci programmatici alle acquisizioni, distinguendosi da chi opera in modo estemporaneo.

Secondo Morpurgo (2023), “il numero dei *serial acquirer* italiani è in aumento” e il mercato domestico sta assistendo a una nuova ondata di consolidamenti in vari settori, favorita anche dalle condizioni macroeconomiche: dopo gli *shock* della pandemia e della crisi energetica, molte piccole e medie imprese si sono rese disponibili a vendere, e al contempo gli acquirenti dispongono di liquidità abbondante da investire.

In questo scenario, diverse società italiane hanno costruito vere e proprie squadre M&A interne, pronte a cogliere opportunità coerenti con una strategia di lungo periodo. Queste imprese hanno in comune l’aver istituzionalizzato il processo di M&A: molte di esse annunciano più acquisizioni ogni anno, alcune persino a cadenza trimestrale, mostrando una capacità di esecuzione notevole. Ad esempio, Interpump Group, azienda meccanica reggiana, ha effettuato decine di acquisizioni di piccole società idrauliche in Europa e Nord America, consolidando un settore frammentato e diventando leader globale nelle pompe ad alta pressione (Interpump Group., 2024).

Ciascuno di questi movimenti riflette scelte strategiche deliberate, spesso volte a internazionalizzare il *business*: non a caso, oltre la metà delle acquisizioni dei *serial acquirer* italiani avviene all’estero (circa il 60%, con gli Stati Uniti come meta principale), segno che l’M&A programmatico viene utilizzato anche come leva di espansione geografica e di accesso a mercati più ampi. In contrasto con gli approcci opportunistici o occasionali, le strategie programmatiche conferiscono dunque alle imprese un profilo ben diverso. Laddove un’azienda impegnata in M&A sporadici potrebbe apparire ai mercati e ai *partner* incerta, perché le sue mosse appaiono dettate dal caso o da contingenze esterne, un’azienda che adotta acquisizioni programmatiche comunica una chiara visione di crescita e una fiducia nella propria capacità di esecuzione. Ciò può tradursi in un premio reputazionale: fornitori, clienti e investitori percepiscono l’azienda come attore dinamico e affidabile, in grado di integrare realtà differenti e di perseguire un disegno strategico coerente.

Inoltre, sul piano gestionale interno, vi è meno discontinuità: un approccio saltuario all’M&A può generare *shock* organizzativi ogni volta che si verifica un *deal* (poiché l’organizzazione “normale” viene improvvisamente sconvolta dall’evento straordinario),

mentre un approccio programmatico tende a normalizzare il cambiamento, rendendo l'organizzazione flessibile e abituata a evolvere. Questo non significa che l'M&A programmatico sia privo di rischi o difficoltà, integrazioni mal gestite possono sempre comportare perdite di valore, ma l'abilità maturata e la preparazione anticipata riducono significativamente le probabilità di insuccesso rispetto a operazioni isolate fatte da chi non ha esperienza.

In conclusione, l'approccio programmatico alle operazioni di M&A nel contesto italiano del 2024 sta dimostrando di poter generare impatti positivi sia a livello strategico che finanziario e organizzativo: le imprese che ne fanno uso riescono ad accelerare la crescita e la trasformazione, migliorare la propria competitività internazionale e creare valore per gli azionisti in modo più consistente. Al contempo, adottare tale modello implica per l'impresa un'evoluzione gestionale di alto profilo, dotandosi di strutture e competenze adeguate e mantenendo una disciplina ferrea nell'allocazione del capitale. La differenza rispetto agli approcci opportunistici è marcata: nel lungo termine, la crescita per linee esterne pianificata e sistematica può diventare un vero vantaggio competitivo per le aziende italiane, permettendo loro di conseguire obiettivi di sviluppo che altrimenti sarebbero fuori portata e di navigare con maggiore resilienza attraverso le sfide di un mercato globale in continua evoluzione.

5. Metodologia di ricerca

5.1 Struttura dell'analisi

L'analisi empirica sviluppata in questo lavoro è stata concepita con l'obiettivo di individuare e classificare le strategie di *Mergers & Acquisitions* adottate dalle società italiane quotate e, successivamente, di valutarne l'efficacia in termini di creazione di valore per gli azionisti. Lo studio si è concentrato sul confronto tra le performance di lungo periodo associate a ciascuna strategia (*programmatic, large deal, organic, selective e tactical*) in modo da cogliere eventuali differenze nei risultati generati da approcci alternativi alla crescita inorganica. Il disegno dell'analisi si è sviluppato in più fasi, ciascuna delle quali orientata a garantire un'ampia copertura delle operazioni rilevanti e a costruire un *dataset* completo ed affidabile.

La prima fase ha riguardato la raccolta delle operazioni di M&A effettuate da società quotate presso la borsa di Milano, dunque italiane, con ruolo di acquirenti. In questo passaggio, è stato fondamentale selezionare fonti informative in grado di restituire una visione quanto più ampia e dettagliata possibile. Sono state pertanto utilizzate congiuntamente due piattaforme *leader* nel monitoraggio delle operazioni straordinarie, *Mergermarket* e *Orbis M&A*, che hanno permesso di individuare le operazioni annunciate nel periodo compreso tra il 1° gennaio 2015 e il 31 dicembre 2024. Il ricorso a entrambe le fonti ha consentito di superare i limiti insiti nell'utilizzo di un singolo *database* e di intercettare un numero più elevato di transazioni riconducibili a società italiane.

Una volta definite le operazioni di M&A oggetto di osservazione, la seconda fase ha previsto l'arricchimento delle informazioni mediante l'integrazione con ulteriori dati estratti da *Refinitiv* e *Orbis*. Attraverso queste piattaforme, per ciascuna impresa coinvolta come acquirente, sono stati raccolti il codice NACE utile per la successiva classificazione settoriale, la *market capitalization* su base annua (ogni anno nel periodo di analisi), il *Total Shareholder Return (TSR)* generato complessivamente nel periodo di analisi e l'*EBITDA margin* medio per il periodo temporale considerato. Questi elementi si sono rivelati essenziali per attribuire correttamente le strategie alle singole società e per

valutare, con indicatori oggettivi e quantitativi, la *performance* azionaria nel lungo periodo.

Terminata la raccolta dei dati, la terza fase ha riguardato la loro normalizzazione e l'incrocio in un unico file di lavoro sviluppato su *Microsoft Excel*. Questo passaggio ha rappresentato un momento chiave per il consolidamento del *dataset*. Attraverso la combinazione delle informazioni provenienti dalle diverse fonti, è stato possibile associare ciascuna operazione alla rispettiva società acquirente e, di conseguenza, costruire una mappa delle strategie di M&A adottate. La classificazione delle imprese rispetto alla strategia seguita non è stata attribuita in modo arbitrario, ma ha seguito i criteri e le definizioni consolidate nella letteratura di riferimento. Analizzando la frequenza, l'intensità e la tipologia delle operazioni compiute nel decennio di osservazione, è stato possibile attribuire a ciascuna azienda la strategia prevalente, differenziando in modo netto tra approcci programmatici, *large deal*, *organic*, *selective e tactical*.

La fase successiva ha previsto l'applicazione delle tecniche statistiche necessarie per confrontare le performance azionarie associate alle diverse strategie di M&A. In particolare, il *Total Shareholder Return* (TSR) ha rappresentato la metrica principale di valutazione della creazione di valore di lungo periodo. Per verificare la significatività statistica delle differenze tra i rendimenti medi dei gruppi, sono stati condotti t-test per campioni indipendenti e analisi della varianza (ANOVA).

Per conferire maggiore robustezza all'analisi e superare le limitazioni insite nell'utilizzo esclusivo del TSR come metrica di *performance*, è stato condotto un test analogo anche sull'EBITDA margin medio relativo al periodo di analisi. Sebbene il TSR rappresenti una misura sintetica e consolidata della creazione di valore per l'azionista (Mauboussin & Callahan, 2023), esso riflette anche dinamiche esogene rispetto alle sole scelte strategiche dell'impresa, quali variazioni del sentiment di mercato, *shock* macroeconomici o eventi settoriali straordinari, che possono alterare il rendimento azionario in maniera significativa senza che ciò rifletta effettivamente un miglioramento o peggioramento delle performance operative sottostanti (Čupić & Todorović, 2011).

In tale ottica, l'integrazione dell'EBITDA margin consente di introdurre una dimensione economico-industriale più strettamente correlata all'efficienza operativa dell'impresa post-fusione o acquisizione. L'EBITDA margin, infatti, rappresenta un indicatore meno sensibile a fattori esogeni e più adatto a rilevare l'effettiva capacità dell'azienda di generare valore attraverso le sinergie operative e strategiche promesse in sede di *deal* (Acharya, V. V et al., 2011). Tale metrica è particolarmente utile nel contesto degli M&A programmatici, la cui efficacia si manifesta spesso con un progressivo miglioramento delle marginalità grazie all'integrazione graduale e all'ottimizzazione dei processi.

L'utilizzo complementare delle due misure, TSR ed EBITDA margin, risponde quindi alla necessità metodologica di attenuare eventuali *bias* derivanti dall'analisi unidimensionale della performance, come suggerito anche dalla letteratura più recente sul tema. Tale approccio combinato consente di rafforzare la validità dei risultati ottenuti, offrendo una visione più completa e sfaccettata dell'impatto delle diverse strategie di acquisizione sul valore generato nel medio-lungo termine.

In ottica di approfondimento e di ulteriore articolazione dell'analisi, è stata condotta una valutazione di natura settoriale. Le aziende analizzate sono state suddivise in base alla classificazione NACE, con un focus specifico sui settori manifatturiero (C), produzione e distribuzione di energia (D), informazione e comunicazione (J) e attività professionali, scientifiche e tecniche (M). Questo ulteriore livello di analisi ha consentito di osservare le strategie di M&A non soltanto in chiave generale, ma anche nella loro distribuzione e rilevanza all'interno dei contesti industriali di appartenenza. In particolare, si è indagato quali strategie risultassero più frequentemente adottate nei diversi comparti e in che misura tali approcci abbiano contribuito a determinare il rendimento azionario delle imprese operanti in ciascun settore.

Attraverso questa sequenza strutturata di fasi dalla raccolta e integrazione dei dati alla classificazione delle strategie e all'analisi comparativa delle *performance* è stato così possibile costruire una base empirica solida che consente non solo di comprendere le scelte strategiche adottate dalle aziende italiane nel campo delle acquisizioni, ma anche di misurarne con approccio quantitativo l'efficacia rispetto all'obiettivo di generare valore duraturo per gli azionisti.

Nel quadro dell'analisi settoriale, il modello di ricerca è stato ampliato introducendo un approfondimento specifico relativo al legame tra strategie acquisitive e performance aziendali nei contesti industriali differenziati per intensità tecnologica. Utilizzando la classificazione OCSE (2016), le imprese sono state suddivise in due macroaree ("*high-tech*" e "*low-tech*") in base al loro codice NACE Rev. 2, e per ciascuna è stato condotto un test statistico (t-test a campioni indipendenti), prendendo come riferimento il Total Shareholder Return (TSR). Tale procedura ha consentito di esaminare in modo puntuale il ruolo che il settore esercita sulla validità strategica degli approcci di acquisizione seriale, offrendo indicazioni differenziate e concrete per i decisori aziendali.

5.2 Selezione del campione e fonti di dati

Per realizzare un'indagine empirica in grado di cogliere le caratteristiche e comprendere al meglio le performance finanziarie generate dalle diverse strategie di *Mergers & Acquisitions (M&A)* adottate dalle società quotate italiane, è stato fondamentale strutturare con attenzione la fase di raccolta e selezione del campione. A tal fine, la ricerca si è avvalsa di quattro banche dati di primaria importanza: *Orbis M&A*, *Mergermarket*, *Orbis* e *Refinitiv*. Ciascuna di esse ha contribuito in modo complementare a costruire un database completo e idoneo a supportare le analisi previste.

Le piattaforme *Orbis M&A* e *Mergermarket* sono state le fonti principali per l'individuazione delle operazioni di M&A annunciate e concluse da società italiane quotate nel periodo compreso tra il 1° Gennaio 2015 e il 31° Dicembre 2024. La scelta di adottare entrambe le fonti non è stata casuale: ciascuna di esse, infatti, presenta specifici punti di forza in termini di copertura geografica, granularità delle informazioni e criteri di classificazione delle operazioni, e il loro utilizzo congiunto ha permesso di rilevare il maggior numero possibile di transazioni riconducibili all'universo di riferimento.

In particolare, in *Orbis M&A* le operazioni sono state selezionate applicando i seguenti criteri:

- *Classificazione delle transazioni*: "Acquisition" o "Merger";
- *Status operativo*: "Announced" e "Completed - confirmed" e "Completed - assumed";
- *Acquirenti*: aventi sede in Italia e quotate;

- Sono state escluse le operazioni prive di valore stimato o dichiarato.

Anche in *Mergermarket* sono stati applicati criteri simili, includendo:

- *Operazioni*: annunciate e completate nello stesso intervallo temporale;
- *Acquirenti*: società quotate italiane;
- Sono state escluse le operazioni prive di valore stimato o dichiarato.

In entrambi le estrazioni sono state considerate solo le operazioni che riguardassero il trasferimento del controllo della società target, ovvero il superamento della soglia della maggioranza del capitale sociale o dei diritti di voto. Tale requisito ha garantito che il campione fosse limitato alle operazioni aventi reale impatto strategico e di governance, escludendo transazioni minori o puramente finanziarie.

L'applicazione di questi criteri ha condotto all'estrazione iniziale di un totale di 2.236 operazioni. Questo *dataset* grezzo è stato successivamente oggetto di un'attenta attività di pulizia e normalizzazione, volta ad eliminare eventuali duplicazioni derivanti dalla presenza delle stesse transazioni in entrambe le fonti e a garantire l'univocità delle osservazioni. L'obiettivo di tale processo non è stato solo quello di semplificare il database, ma anche di migliorarne la coerenza e l'affidabilità in vista delle successive fasi di analisi.

Per ciascuna operazione validata, sono stati estratti e registrati una serie di elementi informativi fondamentali. Tra questi:

- *Data di annuncio del deal*: ha consentito di collocare temporalmente ogni operazione;
- *Nome della società acquirente*: utile a collegare la transazione alla strategia di crescita inorganica del singolo operatore;
- *Nome della società target*: necessario per eventuali analisi aggiuntive su caratteristiche e settori di appartenenza;
- *Valore dell'operazione (Millioni di Euro)*: elemento chiave per la classificazione e la valutazione delle strategie di M&A.

Alla raccolta dei dati sulle operazioni, è seguita un'ulteriore fase di arricchimento informativo, attraverso l'utilizzo della banca dati *Refinitiv*. Da quest'ultima sono state estratte tre tipologie di informazioni di carattere finanziario e operativo.

La prima ha riguardato la *market capitalization* delle società acquirenti, rilevata su base annua per tutti gli anni compresi tra il 2015 e il 2024. Questo dato ha consentito di ponderare le operazioni in funzione della dimensione delle imprese e di agevolare la successiva classificazione delle strategie di M&A.

La classificazione delle imprese in base alla strategia di M&A adottata è stata effettuata formalizzando i concetti teorici attraverso variabili osservabili e soglie definite. In particolare, si è ritenuto opportuno combinare tre dimensioni principali: intensità, frequenza e continuità delle acquisizioni, al fine di restituire una segmentazione più aderente alle effettive dinamiche strategiche osservate. Per intensità si è considerato il rapporto tra il valore aggregato delle operazioni e la capitalizzazione di mercato dell'impresa nell'anno di riferimento, mentre la frequenza è stata valutata in termini di numero di acquisizioni concluse annualmente. La continuità, infine, è stata intesa come la presenza di operazioni ripetute nel tempo, in un arco temporale multi-annuale. In base a queste metriche, sono state individuate soglie operative che consentono di distinguere in maniera sistematica le diverse categorie strategiche. Ad esempio, si è ritenuto rappresentativo del comportamento "programmatico" un pattern di almeno tre acquisizioni annue, con un rapporto *deal value/market cap* compreso tra il 10% e il 30%, protratto per più esercizi consecutivi. Al contrario, soglie più contenute in termini di volumi (massimo due operazioni) e un'incidenza inferiore al 2% sono state considerate indicative di un approccio sostanzialmente organico. Questa codifica, pur ispirandosi a riferimenti consolidati come Werner et al. (2012) e Daume et al. (2021), è stata adattata al contesto empirico di riferimento al fine di garantire omogeneità analitica e coerenza con l'impianto teorico.

La seconda, di importanza centrale per la valutazione dell'efficacia delle strategie adottate, ha riguardato il *Total Shareholder Return (TSR)*. *Refinitiv* calcola il TSR adottando il *total return index method*, metodologia che assume il reinvestimento immediato dei dividendi distribuiti in ulteriori azioni dell'azienda. In termini tecnici, il TSR viene calcolato mediante la seguente formula:

$$TSR = \frac{(P_t + D_t)}{P_0} - 1$$

dove:

- P_t : rappresenta il prezzo finale dell'azione alla fine del periodo di osservazione;
- D_t : corrisponde al totale dei dividendi distribuiti durante il periodo, inclusi quelli reinvestiti;
- P_0 : è il prezzo iniziale dell'azione all'inizio del periodo considerato.

Il metodo adottato da *Refinitiv* garantisce una visione completa della *performance* azionaria, in quanto include sia le variazioni di prezzo sia i ritorni derivanti dalla distribuzione di utili. Tale approccio è stato ritenuto il più idoneo per l'analisi in oggetto, dal momento che il TSR calcolato con questa metodologia restituisce una misura accurata della ricchezza effettivamente generata per l'azionista su un orizzonte temporale di lungo periodo.

La terza informazione di natura operativa estratta da *Refinitiv* ha riguardato l'EBITDA *margin* medio, adottato come metrica complementare al *Total Shareholder Return* per valutare la creazione di valore generata dalle operazioni di M&A, non solo dal punto di vista finanziario, ma anche sul piano operativo. L'EBITDA *margin*, fornito da *Refinitiv* in formato percentuale, è calcolato come rapporto tra l'EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) e i ricavi totali da attività ordinarie dell'impresa. In particolare, la banca dati utilizza valori annuali, normalizzati e armonizzati per garantire la confrontabilità tra aziende operanti in settori differenti e soggette a regimi contabili diversi. Ove disponibile, viene adottata la versione "*adjusted*" dell'EBITDA, depurata da componenti straordinarie o non ricorrenti, secondo quanto previsto dagli standard IFRS o US GAAP. Per ciascuna impresa acquirente inclusa nel campione, è stato calcolato l'EBITDA *margin* medio considerando tutti i valori annuali disponibili relativi all'intero periodo di osservazione (2015–2024). Questa scelta metodologica ha permesso di restituire una misura sintetica e stabile della redditività operativa delle imprese, riducendo l'influenza di eventuali oscillazioni congiunturali o effetti distorsivi limitati a singoli esercizi. L'adozione della media pluriennale, estesa a

tutto l'arco temporale oggetto di analisi, consente infatti di cogliere l'andamento tendenziale dell'efficienza operativa nel medio-lungo periodo, offrendo un riscontro più robusto e meno volatile rispetto al singolo dato *post-deal*. In questo modo, l'*EBITDA margin* si configura come un indicatore utile e complementare rispetto al TSR, poiché offre una prospettiva interna alla gestione aziendale e consente di valutare in che misura le strategie di acquisizione abbiano effettivamente migliorato l'efficienza e la profittabilità dell'impresa nel tempo. L'inclusione di tale metrica, accanto a quella azionaria, ha dunque permesso di rafforzare la validità dei risultati ottenuti e di conferire maggiore robustezza all'intera analisi empirica.

Combinando e integrando i dati provenienti da *Orbis M&A*, *Mergermarket* e *Refinitiv*, il campione finale ha assunto la forma di un *dataset* solido e strutturato, idoneo a sostenere la successiva fase di analisi statistica e a fornire una valutazione empirica rigorosa delle strategie di M&A adottate dalle società italiane e del loro impatto sulla creazione di valore per gli azionisti.

5.3 Variabili e indicatori utilizzati

L'impostazione metodologica di questo studio ha richiesto una rigorosa e attenta selezione delle variabili impiegate nell'analisi empirica, con l'obiettivo di garantire un'elevata coerenza con la letteratura accademica di riferimento. L'approccio adottato ha previsto l'integrazione di parametri ben definiti e consolidati a livello internazionale, i quali sono stati calcolati e utilizzati nel rispetto delle migliori pratiche metodologiche emerse nei principali studi accademici. L'obiettivo primario di questa fase è stato quello di assicurare la comparabilità dei risultati e la robustezza delle conclusioni, in modo da poter fornire un contributo empirico rilevante e aggiornato alla ricerca scientifica sul tema delle operazioni di M&A. Sulla base di tali premesse, di seguito si riportano le principali variabili considerate nell'analisi empirica, accompagnate dalla relativa funzione e giustificazione metodologica:

- *Nome azienda (Acquiror)*: La prima variabile inserita nel *database* è stata il nominativo dell'impresa acquirente. Questa variabile, di natura categoriale,

riveste un ruolo essenziale per l'identificazione univoca dei soggetti coinvolti nelle operazioni straordinarie analizzate. Nonostante la sua apparente semplicità, la presenza di questa variabile ha assunto una funzione cruciale in ottica analitica e metodologica. La possibilità di associare ogni operazione a una specifica società ha consentito di effettuare analisi longitudinali e di monitorare con precisione l'evoluzione delle strategie di M&A adottate dalle singole imprese.

- *Codice NACE*: Il codice NACE rappresenta un altro elemento di fondamentale importanza per la strutturazione del database. Esso è stato utilizzato per classificare le imprese secondo il macro-settore di appartenenza. Ai fini della presente ricerca, si è deciso di considerare esclusivamente la lettera iniziale del codice, in quanto sufficiente a determinare l'ambito industriale di riferimento. Tale scelta metodologica è coerente con l'approccio seguito da Kandžija et al. (2014), che hanno dimostrato come l'appartenenza settoriale possa influenzare significativamente il successo delle operazioni di M&A. In particolare, le operazioni realizzate in settori meno concentrati risultano, in media, più efficaci e in grado di generare performance migliori rispetto a quelle effettuate in contesti altamente competitivi e saturi. La classificazione per macro-settore ha pertanto permesso di approfondire il ruolo del contesto industriale nel determinare l'esito delle strategie di acquisizione.
- *Numero di Deals*: Questa variabile quantitativa è stata costruita con l'obiettivo di misurare l'intensità complessiva dell'attività di acquisizione svolta da ciascuna impresa nel periodo osservato. Nello specifico, per ogni società del campione è stato calcolato il numero totale di operazioni di M&A completate tra il 1° gennaio 2015 e il 31 dicembre 2024. La variabile consente di restituire una visione aggregata del comportamento acquisitivo nel medio-lungo periodo, rappresentando un indicatore utile per confrontare il grado di propensione all'acquisizione tra le diverse imprese. Dal punto di vista metodologico, tale misurazione è stata impiegata sia per l'analisi descrittiva sia come supporto alla classificazione delle strategie di M&A, permettendo di rafforzare la lettura empirica delle scelte di crescita esterna adottate.
- *Tipologia di strategia di M&A*: Elemento cardine di questa ricerca è senza dubbio la classificazione delle strategie di M&A adottate dalle imprese. Questa è una

variabile categoriale create in linea con i più rilevanti contributi della letteratura (Werner R. et al., 2012; Daume et al., 2021; Rudnicki et al., 2021), l'identificazione della strategia prevalente per ciascun'impresa analizzata è stata effettuata utilizzando parametri oggettivi, trasparenti e universalmente riconosciuti. In particolare, sono stati presi in considerazione tre indicatori principali: il numero di operazioni effettuate annualmente, il rapporto tra il valore complessivo delle acquisizioni (*deal value*) e la *market capitalization* della società nello stesso anno e la prosecuzione o meno delle attività di acquisizione negli anni successivi. Tali criteri sono stati definiti sulla base delle evidenze empiriche disponibili e rappresentano uno standard metodologico ampiamente adottato negli studi accademici.

Alla luce di questi criteri classificatori, è stato possibile suddividere le imprese del campione in cinque macro-categorie strategiche, ciascuna rappresentativa di un diverso approccio all'attività di M&A. Questa segmentazione consente non solo di comprendere le modalità con cui le aziende articolano le proprie strategie di crescita esterna, ma anche di analizzare le implicazioni finanziarie e operative che derivano da ciascun modello. Le categorie che seguono riflettono, infatti, differenti livelli di intensità, frequenza e continuità delle acquisizioni, offrendo una chiave di lettura strutturata e comparabile delle scelte strategiche adottate:

- *Programmatic*: la categoria *programmatic* include le imprese che hanno effettuato più di due acquisizioni in un anno, con un rapporto tra *deal value* e *market cap* compreso tra il 10% e il 30%, e che hanno proseguito con ulteriori acquisizioni negli anni successivi. Questo schema riflette il concetto di "*programmatic acquirer*", descritto in dettaglio da Werner R. et al. (2012), che nella loro analisi considerano un rapporto % sulla *market cap* con una mediana del 15% e secondo il cui la serialità e la continuità delle acquisizioni rappresentano una strategia consapevole finalizzata alla costruzione di un portafoglio equilibrato e alla generazione di valore sostenibile nel tempo.
- *Tactical*: la categoria *tactical* comprende le imprese che hanno effettuato più di due acquisizioni in un anno, con un rapporto tra *deal value* e *market cap* superiore al 2% ma inferiore al 10%, e che hanno continuato l'attività di acquisizione negli

anni successivi. Questa strategia riflette un approccio opportunistico e flessibile, volto a cogliere specifiche occasioni di mercato. Daume et al. (2021) hanno evidenziato come le acquisizioni di tale dimensione ed entità (media) possano essere interpretate come tattiche all'interno dinamiche competitive.

- *Large Deal*: le operazioni classificate come *large deal* sono caratterizzate da un impatto rilevante in termini di dimensione. Si tratta di acquisizioni che, in un singolo anno, hanno comportato un rapporto pari o superiore al 30% tra *deal value* e *market cap*. Questa soglia, mutuata dagli studi di Daume et al. (2021) rappresenta un indicatore di elevata rilevanza strategica e operativa. Tali operazioni, pur comportando significative opportunità di crescita, sono spesso associate a rischi considerevoli in termini di integrazione e di performance futura.
- *Selective*: le acquisizioni selettive sono caratterizzate da una modalità prudente e mirata di crescita. Rientrano in questa categoria le imprese che hanno effettuato al massimo due acquisizioni in un anno, con un rapporto tra *deal value* e *market cap* compreso tra il 2% e il 10%, e che hanno interrotto l'attività di M&A negli anni successivi. Rudnicki et al. (2021) hanno osservato come le strategie selettive siano tipiche di imprese orientate a minimizzare i rischi e a mantenere una certa stabilità finanziaria.
- *Organic*: la categoria *organic* comprende le imprese che hanno effettuato al massimo una acquisizione con un rapporto percentuale inferiore al 2% e che hanno cessato l'attività di M&A negli anni successivi. Questo approccio, come discusso da Daume et al. (2021), si contrappone alle logiche programmatiche e seriali e rappresenta una scelta strategica improntata alla crescita interna e al consolidamento delle attività esistenti.

Figura 8: Classificazione strategica delle operazioni di M&A basata su intensità, frequenza e continuità.

Fonte: elaborazione propria a partire da fonti della letteratura (Christensen et al., 2011; Croci & Petmezas, 2009)

Strategia di M&A	% Deal value (comp.annuale) / Mkt Cap	Numero di operazioni nell'arco dell'anno	L'azienda ha effettuato altre operazioni nell'anno successivo?
<i>Programmatic</i>	> 10 % e < 30%	> 2	Si
<i>Large Deal</i>	> 30%	< 2	Si/No
<i>Tactical</i>	< 10% e > 2%	> 2	Si
<i>Selective</i>	> 2% e < 10%	> 2	Si/No
<i>Organic</i>	< 2	<= 1	Si/No

Nel disegno metodologico adottato, particolare attenzione è stata rivolta alla selezione di variabili in grado di catturare efficacemente la relazione tra le strategie di M&A implementate dalle imprese e i ritorni generati per gli azionisti nel lungo periodo. A supporto, sono state introdotte due variabili indipendenti *dummy* (Programmatico e Seriale) che consentono di distinguere le imprese sulla base della strategia di acquisizione adottata. Queste variabili categoriali sono state costruite coerentemente con la letteratura di riferimento e permettono di testare l'eventuale effetto differenziale tra strategie sistematiche e approcci più opportunistici o isolati:

- *TSR % (Total Shareholder Return)*: Il *Total Shareholder Return (TSR)* costituisce la variabile dipendente principale dello studio e rappresenta il rendimento totale percepito dagli azionisti. Questa metrica, ampiamente utilizzata nella letteratura accademica (Meglio e Risberg, 2011), sintetizza le variazioni di prezzo delle azioni e i dividendi reinvestiti. Il TSR è calcolato utilizzando la seguente formula, adottata da *Refinitiv*: Il metodo Total Return Index consente di considerare tutte le componenti del rendimento azionario e di fornire una misura complessiva della creazione di valore per l'azionista. Nella letteratura empirica, il TSR è stato riconosciuto come uno degli indicatori più completi per valutare la performance di lungo periodo delle operazioni di M&A.
- *EBITDA margin medio*: In aggiunta al TSR, è stato considerato anche l'EBITDA margin medio come metrica alternativa per valutare l'effettiva creazione di valore operativa a seguito delle operazioni di M&A. L'EBITDA margin, calcolato come rapporto tra EBITDA e ricavi, esprime la capacità dell'impresa di generare margini operativi indipendentemente da scelte di struttura finanziaria e politiche

fiscali, rappresentando una misura di efficienza gestionale. L'utilizzo della media dei diversi valori registrati post-acquisizione consente di attenuare la volatilità di breve periodo e cogliere con maggiore affidabilità gli effetti delle sinergie operative derivanti dalle acquisizioni. Tale indicatore è particolarmente rilevante nelle analisi post-M&A, in quanto riflette la capacità dell'impresa di integrare efficacemente le *target* e trarre vantaggio dalle economie di scala, di scopo e da miglioramenti nei processi (Acharya, V. et al., 2011). La scelta di includere questa variabile risponde alla necessità metodologica di affiancare al TSR una metrica maggiormente ancorata alla *performance* industriale, in grado di rafforzare la robustezza e la validità interna dell'analisi.

- *Programmatico (Si/No)*: per effettuare una distinzione più ampia delle strategie, è stata introdotta una variabile dummy finalizzata a identificare le imprese programmatiche (valore 1) rispetto a tutte le altre (valore 0). L'uso delle *dummy variables* è prassi consolidata nella ricerca empirica (Crocì & Petmezas, 2009) e consente di isolare gli effetti delle strategie programmatiche rispetto ad approcci strategici di M&A di diverso genere.
- *Seriale (Si/No)*: un'ulteriore variabile *dummy* è stata introdotta per distinguere le imprese caratterizzate da strategie seriali, intese come quelle programmatiche o *tactical*. Questo criterio si basa sull'evidenza emersa in numerosi studi accademici (Hossain et al., 2021; Crocì & Petmezas, 2009), secondo cui le imprese serial acquirers sviluppano competenze distintive e consolidano capacità organizzative nel tempo. La *dummy* seriale assume valore 1 per le società programmatiche o *tactical* e valore 0 per le restanti. Questo consente di testare specificamente l'impatto delle strategie seriali sulla performance di lungo periodo.

Figura 9: Elenco delle variabili impiegate nel modello e relativa natura (nominale, categoriale, scala, dummy)

Fonte: elaborazione propria.

VARIABILE	TIPOLOGIA
Nome (Acquirer)	Nominale
Codice NACE	Categoriale
Tipologia di Strategia di M&A	Categoriale
TSR %	Scala

EBITDA margin %	<i>Scala</i>
Programmatico (Si/No)	<i>Dummy</i>
Seriale (Si/No)	<i>Dummy</i>

5.4 Tecnica di analisi e modello di ricerca

Il modello di ricerca adottato nel presente studio si fonda su un approccio quantitativo di natura esplicativo-comparativa, volto ad analizzare in modo sistematico l'efficacia delle diverse strategie di *Mergers & Acquisitions* (M&A) nella generazione di valore per gli azionisti. Tale valore viene misurato mediante l'indicatore del *Total Shareholder Return* (TSR), che sintetizza le variazioni del prezzo azionario e il rendimento da dividendi reinvestiti in un orizzonte temporale di lungo periodo. L'intero *framework* metodologico è costruito per garantire solidità empirica, trasparenza nelle ipotesi e coerenza rispetto alla letteratura accademica e manageriale di riferimento. L'architettura dell'analisi si articola in tre momenti principali: un'esplorazione descrittiva del campione, l'impiego di test statistici inferenziali per valutare la significatività delle differenze nelle performance, e un approfondimento settoriale di natura sia qualitativa che quantitativa volto a cogliere le dinamiche specifiche dei diversi contesti industriali.

La prima parte dell'indagine ha carattere descrittivo ed è finalizzata alla definizione del perimetro operativo dell'analisi. In questa fase, l'attenzione si è concentrata sull'esame delle caratteristiche strutturali del campione, quali la composizione settoriale delle imprese acquirenti, la distribuzione temporale delle operazioni di M&A, la numerosità e l'intensità delle transazioni effettuate, nonché la classificazione delle strategie di acquisizione adottate. Quest'ultima è stata effettuata sulla base di criteri riconosciuti dalla letteratura, tra cui la frequenza degli investimenti, la dimensione relativa delle operazioni rispetto alla capitalizzazione di mercato e la continuità delle attività di acquisizione. Tale fase ha consentito di delineare un contesto analitico solido, utile a comprendere la portata delle evidenze empiriche emerse nelle fasi successive.

Conclusa la fase esplorativa, l'analisi si è concentrata sull'esame della relazione tra le strategie di M&A adottate dalle imprese e le performance conseguite, attraverso l'impiego di test t per campioni indipendenti. L'obiettivo di questa fase è stato quello di verificare l'esistenza di differenze statisticamente significative tra gruppi di aziende,

distinti in base alla strategia di acquisizione, rispetto a due differenti indicatori di performance: il rendimento azionario di lungo periodo (Total Shareholder Return) e la redditività operativa (EBITDA margin medio).

Nel primo blocco di analisi, il focus è stato posto sul TSR. Per confrontare il rendimento medio su un orizzonte decennale sono stati implementati due test t distinti:

- Il primo volto a confrontare il rendimento azionario di lungo termine (in un arco temporale di 10 anni) tra aziende che hanno attuato strategie seriali di M&A e aziende che non le hanno adottate;
- Il secondo orientato a valutare la differenza nel TSR tra imprese che hanno seguito una strategia programmatica e imprese che hanno utilizzato altre strategie.

In entrambe le analisi, la variabile dipendente è rappresentata dal TSR, mentre la variabile indipendente è una dummy binaria, costruita per identificare rispettivamente la presenza o meno di una strategia seriale e quella programmatica. L'utilizzo di *dummy variables* consente di isolare con precisione l'effetto della strategia sulle performance finanziarie, riducendo il rischio di confondimento con altri fattori.

Le ipotesi statistiche sottoposte a verifica sono state formulate nel modo seguente:

- H0: non vi è alcuna differenza statisticamente significativa nel valore medio del TSR tra il gruppo di aziende che ha adottato strategie seriali e il gruppo che non le ha adottate;
- H1: vi è una differenza statisticamente significativa nel valore medio del TSR tra il gruppo di aziende che ha adottato strategie seriali e il gruppo che non le ha adottate.

Successivamente, le stesse identiche procedure analitiche sono state replicate impiegando, come variabile dipendente, l'EBITDA margin medio. Tale approccio ha consentito di rafforzare la robustezza dei risultati e di estendere la valutazione dell'efficacia delle strategie di M&A anche alla dimensione reddituale operativa delle imprese. In questo secondo blocco, i t test hanno verificato se le aziende con approcci

seriali o programmatici mostrassero, in media, livelli significativamente differenti di EBITDA margin rispetto alle controparti prive di tali strategie.

In entrambi i casi (TSR e EBITDA *margin* medio), i test sono stati affiancati da un'analisi della varianza (ANOVA), volta a esplorare le differenze di performance tra cinque categorie strategiche distinte: programmatico, *large deal*, *organic*, *selective* e *tactical*. Tale tecnica si è rivelata particolarmente idonea a cogliere variazioni significative nella media della metrica considerata, quando la variabile indipendente assume più di due modalità.

Anche per l'ANOVA, sono state formulate le seguenti ipotesi statistiche:

- H0: la media della variabile di performance è uguale per tutti i gruppi strategici considerati;
- H1: almeno un gruppo presenta un valore medio significativamente diverso.

Infine, per identificare con maggiore dettaglio le differenze puntuali tra strategie, è stata applicata la procedura *post hoc* di *Scheffé*, che ha permesso di confrontare in modo sistematico tutte le possibili coppie di gruppi strategici. Questa tecnica, nota per la sua solidità in presenza di campioni non omogenei, ha garantito un'analisi più granulare delle differenze osservate, offrendo una visione più articolata della relazione tra strategia di acquisizione e risultati economico-finanziari, sia in termini di ritorno per l'azionista che di efficienza operativa.

Per concludere le analisi condotte, è stato realizzato un approfondimento di tipo settoriale, finalizzato a comprendere in quali comparti industriali le strategie di M&A risultano più frequenti e in che misura queste si rivelano efficaci in termini di TSR. Le imprese sono state classificate secondo il sistema NACE e, per ciascun settore (con particolare riferimento a manifatturiero, energia, informazione e comunicazione, e attività professionali), si è osservata la distribuzione delle strategie adottate e la relativa media di rendimento azionario. Questa analisi ha permesso di evidenziare pattern ricorrenti, differenze di approccio e razionali economico-strategici alla base della scelta di adottare determinati modelli di crescita esterna.

Nel contesto dell'approfondimento settoriale, il modello di ricerca è stato ulteriormente arricchito da un'analisi mirata a esplorare la relazione tra la tipologia di strategia di acquisizione adottata (programmatica vs. non programmatica) e la performance aziendale nei settori industriali classificati secondo il livello di intensità tecnologica. Le aziende del campione sono state suddivise in due *macro-cluster*, "*High-tech*" e "*Low-tech*", basandosi sulla tassonomia OCSE (2016) dell'intensità della ricerca e sviluppo. Successivamente, per ciascun *cluster* è stato effettuato un test t per campioni indipendenti, impiegando il TSR (*Total Shareholder Return*) come variabile dipendente. Le ipotesi statistiche poste alla base di questa verifica sono state formulate come segue:

- H0: non vi è alcuna differenza statisticamente significativa nel TSR medio tra aziende che adottano strategie programmatiche e quelle che adottano strategie non programmatiche, all'interno di ciascun *cluster* settoriale considerato;
- H1: esiste una differenza statisticamente significativa nel TSR medio tra aziende che adottano strategie programmatiche e quelle che adottano strategie non programmatiche, all'interno di ciascun cluster settoriale considerato.

Nel loro insieme, le tecniche applicate e il disegno metodologico delineato offrono un *framework* robusto e articolato per l'interpretazione delle relazioni tra strategia di M&A e creazione di valore nel lungo periodo per gli azionisti. La combinazione di analisi descrittiva, test inferenziali e valutazioni settoriali permette di restituire un quadro ampio e fondato su evidenze empiriche, che può costituire una solida base conoscitiva per futuri approfondimenti teorici o decisioni manageriali in materia di M&A.

6. Analisi dei risultati

6.1 Analisi descrittiva del panel di riferimento

Il campione oggetto di analisi è costituito da 169 società italiane quotate che, nel periodo compreso tra il 1° gennaio 2015 e il 31 dicembre 2024, hanno realizzato complessivamente 690 operazioni di *Mergers & Acquisitions* (M&A). Questo ampio numero di transazioni, raccolto attraverso un'integrazione puntuale delle principali banche dati specializzate (*Mergermarket*, *Orbis* e *Refinitiv*), rappresenta una base empirica particolarmente solida e dettagliata per investigare, in maniera approfondita e strutturata, le strategie di crescita per linee esterne nel contesto italiano. L'orizzonte decennale considerato consente, inoltre, di cogliere tendenze di medio-lungo termine, evitando interpretazioni limitate a fenomeni congiunturali o episodici.

Dal punto di vista delle performance finanziarie, un primo dato rilevante emerge dall'analisi del *Total Shareholder Return* (TSR), che rappresenta la variabile dipendente principale dello studio. Il TSR medio per il campione risulta pari all'80%, con una forbice estremamente ampia: si passa infatti da un minimo di -100% fino a un massimo del 778%. Tale variabilità testimonia in maniera evidente come le operazioni di M&A possano produrre risultati fortemente differenziati a seconda del contesto, del *timing*, delle motivazioni strategiche sottostanti e dell'*execution*, tuttavia le operazioni straordinarie non solo l'unico elemento in grado di spiegare la variabilità del TSR.

Totale aziende analizzate:	169
Media TSR:	80%
Minimo TSR	-100%
Max TSR	778%

Analizzando la distribuzione settoriale delle aziende coinvolte, si osserva una marcata prevalenza del comparto manifatturiero (C), che da solo raccoglie 65 imprese, pari a circa il 38% del campione totale. Seguono a distanza le attività professionali, scientifiche e tecniche (M), i servizi di informazione e comunicazione (J), e il settore finanziario e assicurativo (K). Questi comparti, notoriamente caratterizzati da una più elevata dinamica

competitiva e da maggiori esigenze di innovazione e specializzazione, risultano tra i più attivi nell'utilizzo di operazioni straordinarie per accelerare la crescita, accedere a nuove competenze o consolidare il posizionamento di mercato. Di contro, altri settori appaiono più marginali, sia per dimensione economica che per vincoli strutturali alla realizzazione di operazioni di M&A: tra questi figurano ad esempio la sanità (Q), la fornitura idrica e dei rifiuti (E), e l'immobiliare (L).

Figura 10: Distribuzione settoriale delle imprese acquirenti italiane (2015–2024) secondo la classificazione NACE.

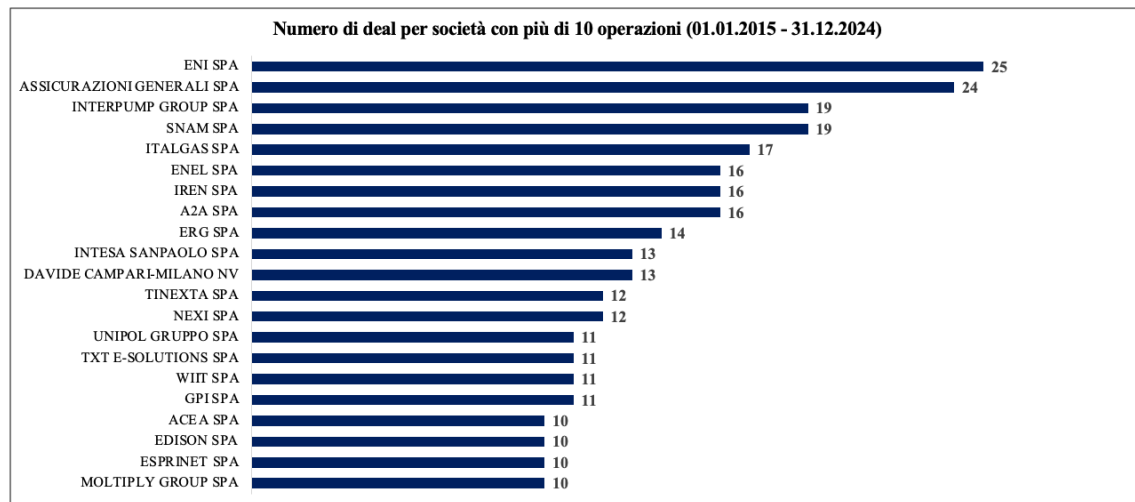
Fonte: elaborazione propria.

C-Attività manifatturiere	65
M-Attività professionali, scientifiche e tecniche	26
J-Servizi di informazione e comunicazione	21
K-Attività finanziarie e assicurative	19
D-Fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata	14
G-Commercio all'ingrosso e al dettaglio; riparazione di autoveicoli e motocicli	7
F-Costruzioni	4
H-Trasporto e magazzinaggio	4
N-Noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese	3
L-Attività immobiliari	2
Q-Sanità e assistenza sociale	2
E-Fornitura di acqua; reti fognarie, gestione dei rifiuti	1

Sul piano aziendale, la concentrazione delle operazioni su un numero ristretto di attori risulta altrettanto significativa. La figura 10 elenca le società che hanno effettuato più di dieci acquisizioni nel periodo considerato, tra cui spiccano nomi come ENI, Interpump, Multiply, TXT, SNAM, Italgas ed Enel. Queste aziende, spesso appartenenti a settori strategici o regolati, sembrano perseguire una logica coerente di espansione sistematica, supportata da una solida base patrimoniale e da una cultura organizzativa incline alla gestione di processi di integrazione complessi. La ripetizione delle operazioni nel tempo suggerisce l'adozione di approcci strutturati, potenzialmente assimilabili a strategie programmatiche o seriali.

Figura 11: Imprese acquirenti italiane con più di 10 deal completati tra il 1° gennaio 2015 e il 31 dicembre 2024.

Fonte: elaborazione propria.



L'analisi delle strategie prevalenti, ricondotta alla tassonomia accademica comunemente utilizzata mostra che l'approccio "*selective*" risulta il più diffuso, con 62 aziende, seguito da "*large deal*" (47), "*programmatic*" (28), "*organic*" (25), e infine "*tactical*", che registra solo 7 casi. Tale configurazione è coerente con l'ipotesi che molte imprese italiane adottino un approccio opportunistico e adattivo all'M&A, più che una vera e propria strategia di lungo periodo. La bassa incidenza delle strategie programmatiche e seriali, che coinvolgono rispettivamente solo il 17% e il 21% del campione, sottolinea come tali modelli, pur teoricamente più robusti, trovino ancora scarsa applicazione sistematica nel contesto italiano. Ciò potrebbe dipendere da molteplici barriere, tra cui la limitata maturità organizzativa, la disponibilità di risorse finanziarie o la scarsa cultura dell'integrazione.

Dal punto di vista delle performance, il confronto tra i diversi cluster strategici in termini di TSR medio restituisce un quadro iniziale suggestivo. Le strategie "*programmatic*" e "*tactical*" sembrano associate a risultati sensibilmente più elevati (180% e 175%), mentre approcci più tradizionali o sporadici, come "*organic*" (36%) o "*large deal*" (42%), mostrano rendimenti medi più modesti. Il cluster "*selective*", pur essendo il più rappresentato, si colloca in una posizione intermedia con un TSR medio del 69%.

Figura 12: Distribuzione del campione per strategia di M&A adottata (cluster strategici).

Fonte: elaborazione propria.

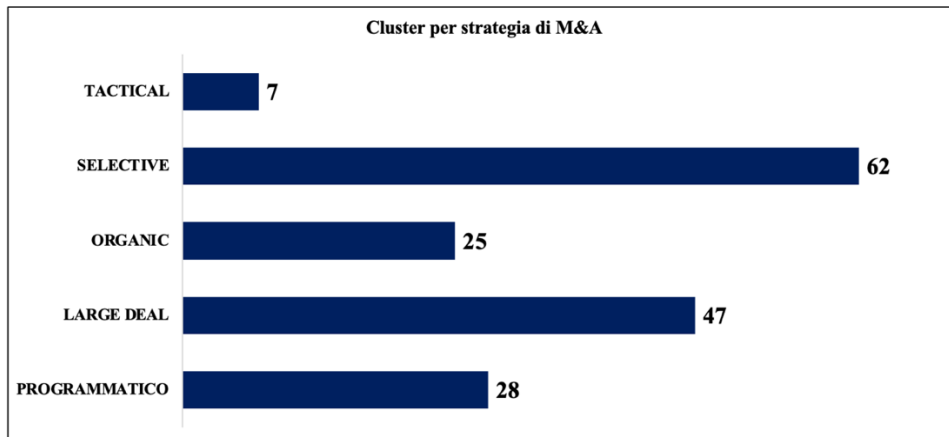
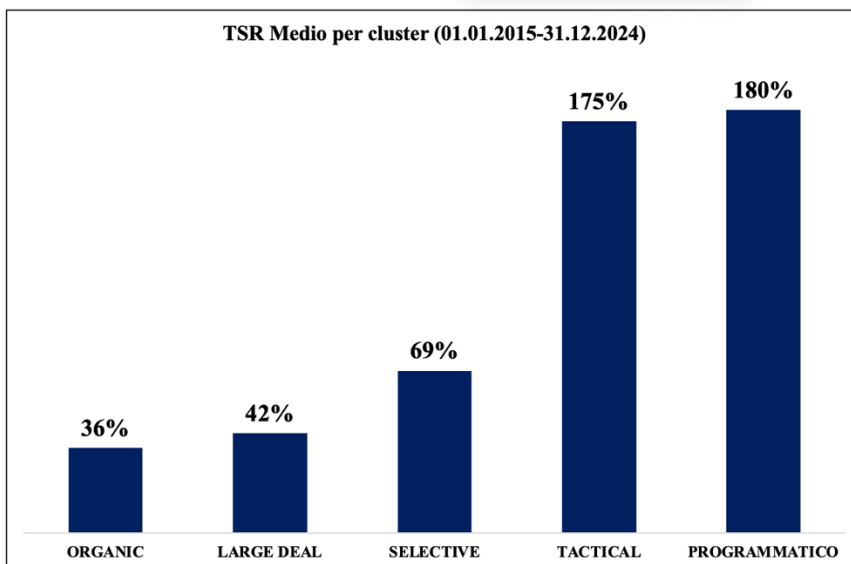


Figura 13: Total Shareholder Return medio per ciascuna categoria di strategia di M&A adottata.

Fonte: elaborazione propria.



Alla fine dell'analisi descrittiva, è importante sottolineare che tali osservazioni, pur indicative, non possono ancora essere considerate conclusioni definitive. La natura di questa prima fase dell'analisi non consente infatti di attribuire significatività statistica alle

differenze osservate. Sarà pertanto necessario procedere con una successiva fase inferenziale, attraverso l'impiego di tecniche statistiche appropriate, finalizzate a verificare se le tendenze emerse trovino riscontro anche da un punto di vista rigorosamente quantitativo. Solo a seguito di tale approfondimento sarà possibile comprendere se, e in quale misura, le strategie programmatiche siano effettivamente in grado di generare ritorni più elevati e sostenibili per gli azionisti nel lungo periodo.

6.2 Analisi inferenziale: relazioni tra strategie di M&A e creazione di valore

A seguito dell'analisi descrittiva svolta sul campione di riferimento, si apre ora la fase inferenziale della ricerca, che pone come obiettivo l'approfondimento analitico della relazione esistente tra le strategie di *Mergers & Acquisitions* (M&A) adottate dalle aziende e la performance di valore generata nel tempo, espressa principalmente attraverso l'indicatore di *Total Shareholder Return* (TSR) e validata attraverso un'analisi di robustezza basata sull'EBITDA margin medio. L'obiettivo è indagare, con strumenti statistici adeguati, non solo se esista un legame tra intensità delle operazioni e risultati conseguiti, ma anche se differenti approcci strategici all'M&A possano tradursi in esiti significativamente divergenti sia in termini di ritorno per gli azionisti che in termini di redditività operativa.

Il primo approfondimento condotto è consistito nel calcolo della correlazione di *Pearson* tra il numero complessivo di operazioni di M&A realizzate da ciascuna impresa nel periodo di osservazione e il valore di TSR. Il coefficiente ottenuto è pari a 0,351, con una significatività inferiore a 0,001, indicando una correlazione positiva statisticamente rilevante. Questo significa che, in generale, un maggior numero di acquisizioni si associa, all'interno del campione, a una performance azionaria mediamente più elevata.

Ipotesi statistica verificata:

- H_0 : Non esiste alcuna relazione lineare tra il numero di operazioni di M&A effettuate da un'azienda e il valore del TSR.

- H_1 : Esiste una relazione lineare statisticamente significativa tra il numero di operazioni di M&A effettuate da un'azienda e il valore del TSR.

Esito: H_0 rifiutata, H_1 accettata.

Figura 14: Correlazione di Pearson tra numero di operazioni e TSR

Fonte: elaborazione propria su dati estratti con SPSS.

Variabili	Coefficiente di Pearson	Significatività (P-Value)	Numero Osservazioni (N)
Numero operazioni - TSR	0,351	< 0,001	169

Questo risultato, pur non indicando una relazione causale, suggerisce che l'attività acquisitiva può essere un importante *driver* di creazione di valore, e che la ripetizione sistematica di operazioni consente alle imprese di costruire una conoscenza organizzativa specifica, migliorando nel tempo la capacità di selezionare target coerenti, integrare *asset* e generare sinergie.

Per approfondire tali dinamiche, si è proceduto con l'applicazione di test t per campioni indipendenti, finalizzati a misurare se vi siano differenze statisticamente significative nel TSR medio tra gruppi distinti di aziende in base alla strategia M&A perseguita. Il primo confronto ha riguardato la distinzione tra aziende con comportamento seriale, ovvero quelle che hanno effettuato più di due operazioni nell'anno, e aziende non seriali. I risultati mostrano una media TSR del 179,27% per le 35 imprese seriali, rispetto a una media del 53,61% registrata dalle 134 aziende non seriali. Il valore t ottenuto è pari a 4,316, con p-value inferiore a 0,001 e intervallo di confidenza compreso tra 68,18% e 183,13%.

Ipotesi statistica verificata:

- H_0 : Non vi è alcuna differenza significativa nel TSR medio tra aziende seriali e non seriali.

- H_1 : Vi è una differenza significativa nel TSR medio tra aziende seriali e non seriali.

Esito: H_0 rifiutata, H_1 accettata.

Figura 15: Risultati t test - Seriali vs Non seriali.

Fonte: elaborazione propria su dati estratti con SPSS.

Statistica t	Differenza TSR (%)	Significatività (p)	Conf. 95% Inferiore	Conf. 95% Superiore
4,316	125,65	< 0,001	68,18	183,13

Gruppo	N	Media TSR (%)	Deviazione Standard (%)	Errore Standard della Media (%)
Seriali	35	179,27	178,48	30,17
Non seriali	134	53,61	146,25	12,63

Si è poi replicata l'analisi per verificare l'impatto di strategie programmatiche. Le 28 imprese identificate come programmatiche hanno fatto registrare un TSR medio pari al 180,21%, rispetto al 59,66% delle 141 imprese non programmatiche. Il test t ha restituito un valore pari a 3,752 ($p < 0,001$), con intervallo di confidenza tra 57,13% e 183,98%, confermando che anche in questo caso la differenza è statisticamente significativa.

Ipotesi statistica verificata:

- H_0 : Non vi è alcuna differenza significativa nel TSR medio tra aziende programmatiche e non programmatiche.
- H_1 : Vi è una differenza significativa nel TSR medio tra aziende programmatiche e non programmatiche.

Esito: H_0 rifiutata, H_1 accettata.

Figura 16: Risultati test t - Programmatiche vs Non programmatiche.

Fonte: elaborazione propria su dati estratti con SPSS.

Gruppo	N	Media TSR (%)	Deviazione Standard (%)	Errore Standard della Media (%)
Programmatiche	28	180,21	193,71	36,61
Non programmatiche	141	59,66	146,71	12,36

Statistica t	Differenza TSR (%)	Significatività (p)	Conf. 95% Inferiore	Conf. 95% Superiore
3,752	120,55	< 0,001	57,13	183,98

Al fine di confrontare simultaneamente tutte le principali strategie presenti nel *dataset*, è stata realizzata un'analisi della varianza (ANOVA) a una via, che ha restituito un valore F pari a 4,907 con significatività < 0,001, indicando che almeno uno dei gruppi presenta un TSR medio significativamente diverso dagli altri.

Ipotesi statistica verificata:

- H_0 : Il valore medio del TSR è uguale per tutte le tipologie strategiche.
- H_1 : Almeno una delle tipologie strategiche presenta un TSR medio significativamente diverso.

Esito: H_0 rifiutata, H_1 accettata.

Figura 17: Risultati ANOVA (TSR).

Fonte: elaborazione propria su dati estratti con SPSS.

Fonte della Variazione	Somma dei Quadrati	Gradi di Libertà	Media Quadratica	F	Significatività (p)
Tra i gruppi	466.701,37	4	116.675,34	4,907	< 0,001
Entro i gruppi	3.899.366,61	164	23.776,63		
Totale	4.366.067,98	168			

L'analisi è stata completata da un *test post hoc di Scheffé*, il quale ha evidenziato che le aziende che adottano strategie programmatiche ottengono risultati significativamente migliori rispetto a quelle che seguono approcci *large deal, organic e selective*.

Tabella 18: Confronti significativi post hoc (Scheffé) - TSR

Fonte: elaborazione propria su dati estratti con SPSS.

Confronto	Differenza TSR (%)	Significatività (p)	Conf. 95% Inferiore	Conf. 95% Superiore
Programmatico vs Large Deal	+137,79	0,009	+23,10	+252,48
Programmatico vs Organic	+144,04	0,024	+11,85	+276,24
Programmatico vs Selective	+111,09	0,044	+1,70	+220,47

L'intero impianto inferenziale converge quindi a suggerire che la frequenza e, soprattutto, la coerenza strategica con cui un'impresa affronta il processo di acquisizione risultano elementi cruciali per la generazione di valore sostenibile nel tempo. In particolare, l'approccio programmatico si distingue per l'elevata performance media e per la sua capacità di assicurare risultati positivi anche rispetto a strategie di consolidamento più occasionali. Dal punto di vista manageriale, questi risultati possono rappresentare uno stimolo concreto per le imprese italiane ad adottare un disegno strategico coerente e strutturato nel tempo, prevedendo *policy* di M&A integrate nella visione aziendale complessiva e strumenti dedicati alla *governance* dell'integrazione. Le evidenze emerse offrono pertanto una base quantitativa utile ad avviare una riflessione più ampia, non solo accademica, ma anche di carattere operativo e direzionale, sulla natura evolutiva e sul potenziale trasformativo delle operazioni di M&A.

A completamento dell'impianto inferenziale, la medesima analisi della varianza è stata replicata impiegando come variabile dipendente l'*EBITDA margin* medio, con l'obiettivo di testare la coerenza e la robustezza dei risultati emersi in precedenza. Anche in questo

caso, l'ANOVA ha evidenziato una significatività statistica elevata ($F = 5,572$; $p < 0,001$), segnalando la presenza di differenze significative tra le diverse tipologie strategiche adottate. L'ipotesi nulla, secondo cui il margine operativo medio sarebbe omogeneo tra i gruppi strategici, è stata quindi rifiutata.

Figura 19: Risultati ANOVA (EBITDA *margin* medio).

Fonte: elaborazione propria su dati estratti con SPSS.

Fonte della Variazione	Somma dei Quadrati	Gradi di Libertà	Media Quadratica	F	Significatività (p)
Tra i gruppi	0,570	4	0,143	5,572	< 0,001
Entro i gruppi	4,144	162	0,026		
Totale	4,714	166			

Analogamente a quanto svolto per il TSR, anche in questo caso l'analisi è stata completata mediante il *test post hoc di Scheffé*, che ha permesso di individuare le coppie di strategie, tra le quali si registrano differenze statisticamente significative. Le aziende che hanno implementato una strategia programmatica hanno mostrato un EBITDA *margin* medio significativamente superiore rispetto ai gruppi *large deal* ($\Delta = +16,6\%$, $p = 0,001$), *organic* ($\Delta = +16,6\%$, $p = 0,008$) e *selective* ($\Delta = +13,6\%$, $p = 0,009$). Non si registrano invece differenze significative rispetto al gruppo *tactical*, suggerendo una maggiore affinità in termini di performance operativa.

Figura 20: Confronti significativi post hoc (Scheffé) – EBITDA *margin* medio

Fonte: elaborazione propria su dati estratti con SPSS.

Confronto	Differenza EBITDA <i>margin</i> medio (%)	Significatività (p)	Conf. 95% Inferiore	Conf. 95% Superiore
Programmatico vs Large Deal	+0,1659286	0,001	+0,045969	+0,285888

Programmatico vs Organic	+0,1663286	0,008	+0,029194	+0,303463
Programmatico vs Selective	+0,1358641	0,009	+0,22388	+0,368817

Questi risultati rafforzano l'evidenza precedentemente ottenuta con il TSR e suggeriscono che i vantaggi legati all'adozione di un approccio programmatico non si limitano alla dimensione finanziaria, ma si estendono anche alla sfera dell'efficienza industriale e gestionale. L'integrazione progressiva, tipica delle strategie programmatiche, sembra facilitare il consolidamento delle sinergie operative nel tempo, generando un impatto positivo sui margini. Nel loro insieme, le due analisi convergono su una medesima conclusione: l'adozione di un disegno strategico coerente e continuativo in ambito M&A rappresenta una leva efficace per il rafforzamento sia del valore per l'azionista sia della solidità economica delle imprese acquirenti.

6.3 Analisi gli M&A programmatici all'interno dei settori analizzati: best-practice aziendali

Sulla base delle evidenze empiriche emerse nell'analisi quantitativa condotta nel capitolo precedente, risulta possibile individuare un nucleo di imprese italiane che, nel periodo 2015–2024, si sono contraddistinte per una gestione strutturata, intenzionale e reiterata dell'attività di M&A. Tali realtà presentano caratteristiche riconducibili a un modello programmatico, fondato su un approccio seriale e coerente alle acquisizioni, in netta discontinuità rispetto alle logiche opportunistiche o eccezionali che tradizionalmente caratterizzano una parte significativa delle operazioni straordinarie.

Di conseguenza, è stato possibile condurre un'analisi qualitativa focalizzata sulle esperienze maturate da quattro aziende operanti in contesti settoriali distinti: ENI, TXT e-solutions, Interpump Group e Multiply Group, che, in settori caratterizzati da dinamiche industriali eterogenee, sono riuscite a integrare l'M&A come leva strutturale dei propri piani di sviluppo, perseguendo una logica di crescita incrementale e coerente nel tempo.

L'obiettivo del presente approfondimento è duplice: da un lato, ricostruire le traiettorie industriali e strategiche che hanno guidato le rispettive politiche di acquisizione; dall'altro, mettere in relazione le scelte compiute con le specificità settoriali di appartenenza (identificabili, in ottica classificatoria, attraverso i codici NACE Rev.2), per comprendere in che misura il contesto competitivo e tecnologico abbia influenzato la configurazione e l'efficacia del modello programmatico adottato. Più precisamente, le imprese risultano attive nei comparti dell'energia (sezione D), dei servizi di informazione e comunicazione (sezione J), dell'industria manifatturiera (sezione C) e delle attività professionali, scientifiche e tecniche (sezione M).

I principali indicatori di performance economico-finanziaria analizzati, tra cui Total Shareholder Return (TSR), Return on Invested Capital (ROIC), EBITDA e tassi di crescita organica e inorganica, sono stati estratti da fonti ufficiali, quali le relazioni per gli investitori, i bilanci consolidati e la documentazione societaria pubblicata sui siti istituzionali delle imprese oggetto di studio.

Il TSR è stato adottato come *proxy* della performance complessiva generata per gli azionisti nel breve e medio periodo post-acquisizione; il ROIC è stato considerato un indicatore della capacità delle imprese di generare rendimenti superiori al costo del capitale, riflettendo l'efficienza allocativa del capitale investito. L'EBITDA, in quanto misura del risultato operativo ante ammortamenti, consente di cogliere l'effetto diretto delle acquisizioni sulla redditività operativa, al netto di effetti contabili e fiscali. I tassi di crescita, infine, permettono di distinguere il contributo della componente organica da quella inorganica all'espansione del *business*, valutando l'effettivo impatto strategico delle operazioni. Tali metriche risultano particolarmente idonee a misurare l'efficacia dell'M&A programmatico, in quanto consentono di coniugare la valutazione della creazione di valore per gli stakeholder con l'analisi della sostenibilità economico-industriale delle strategie adottate.

Attraverso l'analisi delle operazioni effettuate, dei razionali industriali dichiarati e degli effetti economico-finanziari osservati, si delineano le condizioni che hanno reso possibile l'emergere di pratiche virtuose, con l'obiettivo di individuare elementi ricorrenti, modelli replicabili e tratti distintivi riconducibili all'efficacia di lungo periodo delle strategie implementate.

6.3.1 ENI S.p.A.: Programmatic M&A nell'Energy

Il settore dell'*energy* nel 2015–2024 è stato caratterizzato da cambiamenti senza precedenti: volatilità dei prezzi fossili, pressione per la decarbonizzazione e ingresso di nuove tecnologie. A differenza di altri settori, tra le *Oil & Gas major* non c'è stato un grande consolidamento orizzontale nell'ultimo decennio (le fusioni epocali risalgono agli anni '90). La competizione si è giocata sulla diversificazione: tutte le *major* hanno dovuto investire in rinnovabili, spesso attraverso acquisizioni di piccole società specializzate. Barriere tecnologiche e normative sono state sia una sfida che un motore di M&A: ad esempio, la rapida evoluzione di tecnologie per energie rinnovabili ha favorito l'acquisto di competenze esterne; al contempo, normative sui biocarburanti hanno spinto Eni ad acquisire capacità di raffinazione bio (come Ecofining e JV per SAF). Il tasso di consolidamento a monte (*upstream*) è rimasto moderato, scelta coerente con l'alto rischio esplorativo e l'esigenza di condividere investimenti. (McKinsey & Company, 2023).

Nel settore preso in considerazione, il modello programmatico adottato da Eni S.p.A., azienda attiva lungo l'intera catena del valore dell'*oil & gas*, con una crescente esposizione verso il segmento delle rinnovabili e della transizione energetica, risulta altamente coerente ed efficace. Nel contesto della transizione energetica, Eni ha saputo cogliere una serie di condizioni favorevoli che hanno reso particolarmente efficace l'adozione di una strategia di M&A programmatico nel settore delle rinnovabili. Innanzitutto, la disponibilità di target rappresenta un elemento chiave: si tratta di un comparto altamente frammentato, popolato da una molteplicità di sviluppatori medio-piccoli, che offre un terreno ideale per operazioni di acquisizione seriale. In questo scenario, Eni ha individuato numerose opportunità, spaziando da *startup* ad alta componente tecnologica fino a pipeline di progetti in fase di sviluppo, il tutto a condizioni economiche sostenibili.

La natura incrementale della transizione ha inoltre favorito un approccio graduale all'M&A. Invece di puntare su singole operazioni di grande dimensione, potenzialmente rischiose, l'azienda ha scelto di acquisire competenze e asset in modo progressivo, con l'obiettivo di imparare, adattarsi e ridurre il rischio operativo lungo il percorso.

Infine, la capacità di *execution* si è rivelata un vantaggio competitivo rilevante: Eni ha valorizzato il proprio *know-how* internazionale nel *project management* per integrare

asset eterogenei in modo efficiente. Ha inoltre creato strutture dedicate come Plenitude, dotate di autonomia gestionale, che hanno permesso di replicare le operazioni di M&A in maniera più fluida e scalabile nei segmenti di riferimento.

In sintesi, mentre altre strategie (acquisizioni opportunistiche o *megadeal* trasformativi) avrebbero potuto esporre Eni a rischi elevati o a pagare multipli molto alti, la strategia programmatica ha permesso di diluire il rischio nel tempo, costruendo un nuovo Eni pezzo dopo pezzo. Ciò è risultato particolarmente adatto a un settore dove il cambiamento è graduale ma inesorabile. (Eni S.p.A., 2015).

Nel periodo considerato per l'analisi Eni ha realizzato un elevato numero di operazioni di M&A, prevalentemente di medio-piccole dimensioni e mirate a rafforzare il portafoglio in segmenti strategici (energia rinnovabile, gas naturale, chimica verde) e a gestire attivamente il proprio portafoglio tradizionale. Complessivamente si contano diverse dozzine di acquisizioni e investimenti, oltre a cessioni di asset non core, riflettendo un approccio programmatico e graduale.

Dal 2015 al 2017 Eni ha soprattutto ottimizzato il portafoglio upstream con cessioni parziali di grandi scoperte (ad es. quote del giacimento Zohr cedute a BP e Rosneft) e acquisizioni mirate di partecipazioni in progetti nel settore petrolifero e del gas (es. 5% di Lower Zakum e 10% di Umm Shaif negli EAU nel 2018).

A partire dal 2018–2019 si intensificano le acquisizioni nel gas naturale e nelle rinnovabili: Eni entra in Abu Dhabi (2018), rileva quote in blocchi esplorativi (Kazakhstan, Indonesia) e nel 2019 acquisisce Evolvere (70%), leader italiano nel solare distribuito.

Dal 2020 in poi, il focus si sposta su energie rinnovabili e transizione energetica: Eni, spesso attraverso la controllata Plenitude, acquisisce numerosi parchi eolici e fotovoltaici (es. 13 impianti eolici in Italia nel 2021, progetti solari in Spagna e USA), società di retail elettrico (es. Aldro Energía in Spagna nel 2021) e infrastrutture per la mobilità elettrica (Be Power, rete di ricarica EV, acquisita al 100% nel 2021).

Nel 2022–2023 spiccano operazioni di maggior rilievo come l'acquisizione di Neptune Energy (portafoglio upstream gas nel Nord Europa, valore \$4,9 mld) completata a inizio 2023, l'acquisto del business di BP in Algeria (2022) e il rafforzamento nella chimica

verde con Versalis (es. Novamont, rilevata al 100% nel 2022, e Tecnofilm nel 2023). (Eni S.p.A., 2024).

Valutare l'impatto delle singole operazioni di Eni sul rendimento azionario e sui KPI finanziari non è immediato, data la simultaneità di fattori macro (prezzo del petrolio, scenario regolatorio). Tuttavia, nel complesso la strategia di M&A seriale di Eni ha contribuito a trasformare e rafforzare l'azienda, con risultati tangibili. Come confermato dalla letteratura (Daume et al., 2021), le società che adottano M&A programmatico tendono, in media, a sovraperformare in termini di TSR rispetto a chi fa solo grandi acquisizioni sporadiche. Nel caso di Eni, il TSR a 6-12 mesi dalle principali operazioni è stato influenzato dal ciclo delle commodity: ad esempio, dopo l'annuncio dell'accordo Neptune (giugno 2022), il titolo Eni ha beneficiato della generale ascesa dei prezzi del gas, mantenendo performance robuste nei 6-12 mesi successivi nonostante la spesa per l'acquisizione, grazie alla percezione positiva di un portafoglio più ricco di gas a basso costo. A 24 mesi, l'effetto specifico dell'M&A si mescola con la volatilità di mercato, ma si può notare come Eni abbia protetto il proprio valore durante la transizione: nel periodo 2015-2024 il TSR complessivo di Eni (dividendi inclusi) è rimasto competitivo tra le major, sostenuto dalla riorganizzazione ottenuta anche tramite M&A.

Le acquisizioni di Eni sono state generalmente finanziate in modo disciplinato, mantenendo il ROIC (*Return on Invested Capital*, ovvero il rendimento sul capitale investito) in linea con il costo del capitale. Ad esempio, gli investimenti nelle rinnovabili, pur abbassando inizialmente il ROACE (*Return on Average Capital Employed*, una misura della redditività rispetto al capitale medio impiegato) medio dell'azienda (per via di margini inferiori rispetto all'Oil & Gas), sono stati compensati da cessioni di asset oil ad alto capitale investito, salvaguardando la redditività. L'EBITDA adjusted (l'utile operativo lordo rettificato per elementi straordinari, utile per valutare la performance operativa ricorrente) di Eni nel 2022 e 2023 ha beneficiato sia dei prezzi delle commodity sia del contributo di nuove attività (Neptune aggiunge produzione e cash flow immediato). La crescita inorganica ha giocato un ruolo sostanziale: ad esempio, circa la metà della capacità rinnovabile installata da Eni al 2024 proviene da acquisizioni (parchi e progetti rilevati) piuttosto che da sviluppo greenfield. Ciò ha accelerato i tempi di

crescita, pur comportando avviamenti da integrare. Il ROIC sulle operazioni green di piccola scala è atteso crescere man mano che Eni integra questi asset e ne ottiene sinergie (es. sfruttando la propria capacità di trading energia per massimizzare i ricavi dei parchi acquisiti).

In termini qualitativi, il ritorno del modello M&A di Eni si misura nelle sinergie strategiche realizzate: l'azienda oggi dispone di un portafoglio molto più diversificato e resiliente al rischio climatico. Le acquisizioni di *know-how* (ad es. *team* e tecnologie rilevati con aziende rinnovabili) hanno portato innovazione in-house. Un vantaggio competitivo chiave è la riduzione del rischio: Eni ha venduto asset maturi o a elevata intensità di carbonio (monetizzandoli quando opportuno) e contestualmente acquisito asset “nuovi” a minore rischio futuro (rinnovabili, gas). Ciò riduce l'esposizione a scenari avversi (es. cali strutturali del petrolio) e rende Eni più agile. Inoltre, molte operazioni (soprattutto nel gas) hanno rafforzato la sicurezza energetica dell'Italia ed Europa, un effetto collaterale positivo che migliora la posizione di Eni nei confronti di governi e *stakeholder*.

Eni ha comunicato chiaramente la natura intenzionale e pianificata del suo approccio M&A. Nei piani industriali e nelle dichiarazioni dei vertici emergono riferimenti espliciti alla volontà di seguire un modello di crescita per acquisizioni mirate, già nel Piano Strategico 2015-2018, l'AD Descalzi presentava una Eni “trasformata” puntando su flessibilità e *partnership*. In seguito, la società ha adottato il cosiddetto modello satellitare, basato sulla creazione di società controllate focalizzate (come *Plenitude*, *Enilive*, *Vår Energi*), pensate per attrarre capitali esterni e favorire una crescita accelerata anche tramite M&A. Il modello prevede la costruzione di massa critica attraverso acquisizioni mirate, prima di aprire il capitale a investitori terzi, come dimostrano i casi di *Plenitude* ed *Enilive* tra il 2022 e il 2024. (Forbes Italia, 2024).

Tale approccio è confermato nei comunicati stampa, dove l'ingresso di KKR in *Enilive* è stato definito “uno sviluppo significativo del modello satellitare” volto a garantire autonomia e scalabilità ai business a maggior potenziale. In modo analogo, l'acquisizione di *Neptune Energy* è stata giustificata da Eni come pienamente coerente con la strategia di focalizzazione sul gas naturale e ottimizzazione geografica del portafoglio.

L'amministratore delegato Descalzi, in più interviste, ha evidenziato la necessità di “un cambio di passo” imposto dalla transizione energetica, con investimenti in tecnologie e società in grado di coniugare riduzione delle emissioni e competitività industriale. Ciò si è concretizzato in operazioni di M&A nei settori agro-biofuel, CCUS e soluzioni per la decarbonizzazione. (Forbes Italia, 2024).

6.3.2 TXT e-solutions: Acquisizioni seriali per la crescita digitale

TXT e-solutions S.p.A. (TXT Group) è una PMI italiana del settore ICT che nel periodo 2015–2024 ha attuato una decisa strategia di crescita per linee esterne, evolvendo da *software house* specializzata a gruppo diversificato in *digital transformation*, *fintech* e aerospazio. In totale, TXT ha completato oltre 10 acquisizioni tra il 2016 e il 2024, configurando un tipico modello di M&A programmatico.

Il settore di TXT (servizi IT, consulenza e software, NACE J) è altamente dinamico e frammentato. La trasformazione digitale ha creato enormi opportunità per gli attori ICT, ma il mercato italiano vede la presenza sia di giganti globali (Accenture, IBM) sia di tante PMI specializzate. Negli anni 2015-2024 c'è stata una tendenza al consolidamento: i grandi *system integrator* hanno acquisito *boutique*, mentre alcuni gruppi medi (come TXT) hanno tentato di crescere per non essere schiacciati. Le barriere tecnologiche non sono insormontabili (nuove tecnologie come AI, blockchain sono accessibili a molti), ma ciò rende importante la velocità di esecuzione e la capacità di offrire soluzioni integrate. Inoltre, nel *fintech* e nel *software* aerospaziale l'evoluzione normativa (es. PSD2 nei pagamenti, standard avionici) premia chi ha un portafoglio completo: da qui la logica di TXT di dotarsi di più tasselli via M&A. Il settore ICT premia anche le economie di scala e di scopo: le acquisizioni di TXT le hanno fornite, permettendo ad esempio di distribuire i costi di R&D su un più ampio volume di ricavi. (Anitec-Assinform, 2024)

Nel dinamico contesto del settore ICT, dove l'innovazione tecnologica è continua e la nascita di nuove soluzioni è all'ordine del giorno, l'approccio programmatico adottato da TXT e-solutions si è rivelato particolarmente efficace e coerente. L'azienda ha saputo cogliere le opportunità offerte da un mercato caratterizzato dalla presenza di numerose piccole imprese innovative alla ricerca di partner industriali solidi. In questo scenario,

TXT si è distinta come un aggregatore “amichevole”, capace di attrarre queste realtà mantenendone spesso l’autonomia manageriale. È il caso, ad esempio, dell’acquisizione di Ennova, in cui l’amministratore delegato Patruno e il suo *team* hanno mantenuto una quota del 21% e continuato a guidare la crescita all’interno del gruppo (TXT e-Solutions S.p.A., 2022).

L’evoluzione rapida delle tecnologie, dall’Intelligenza Artificiale all’*IoT*, fino alla *cybersecurity*, ha reso premiante un approccio graduale alle acquisizioni. Piuttosto che puntare tutto su una singola tecnologia, con il rischio che diventi rapidamente obsoleta, TXT ha preferito costruire il proprio *know-how* per step successivi. Tale logica ha reso possibile la realizzazione di più operazioni all’anno: solo nel 2022, l’azienda ha annunciato almeno quattro acquisizioni, tra quote di maggioranza e investimenti strategici, a conferma dell’integrazione strutturale dell’M&A nel modello di business (TXT e-Solutions S.p.A., 2022).

A supporto di questa strategia, TXT ha rafforzato anche la propria capacità di execution. Ha costituito un *team* M&A interno e, dove necessario, si è avvalsa di *advisor* esterni per supportare le operazioni. L’integrazione post-acquisizione è stata gestita in modo intelligente, spesso preservando l’identità imprenditoriale delle aziende acquisite. Anche in questo caso, l’esempio di Ennova è emblematico: inizialmente mantenuta come divisione autonoma (“*Advanced Caring*”), è stata successivamente integrata con sinergie progressive nella divisione fintech di TXT, agevolata anche dalla comunanza culturale tra le due realtà, entrambe PMI italiane con forte propensione all’innovazione.

Tutto ciò evidenzia una forte coerenza strategica: ogni acquisizione di TXT si innesta su quelle precedenti, seguendo una logica modulare. Dopo aver acquisito Cheleo nel settore lending, l’azienda ha integrato Assioma per rafforzarsi nel testing e completare la filiera fintech; allo stesso modo, dopo l’acquisizione di HSPI Consulting, TXT ha rilevato Ennova per potenziare i servizi di outsourcing operativo. Una traiettoria chiara, fondata su una visione organica e di lungo termine.

Nel decennio 2015–2024, TXT e-solutions ha costruito un percorso di crescita marcatamente programmatico, facendo dell’M&A uno strumento strategico ricorrente per

rafforzare competenze, espandere il portafoglio tecnologico e presidiare nuovi mercati verticali.

Dopo una fase iniziale di crescita organica, TXT cambia passo nel 2016 con l'acquisizione della tedesca PACE Aerospace, entrando nel settore aeronautico e rafforzando il presidio internazionale. Nel 2017 vende TXT Retail a un gruppo statunitense, liberando risorse reinvestite in operazioni strategiche. A partire dal 2018, TXT avvia una fase sistematica di acquisizioni, entrando nel *fintech* con Cheleo e rafforzandosi nel consulting innovativo con T3M Innovation. Nel 2019 prosegue nel settore finanziario acquisendo il gruppo Assioma. Nel 2020 completa il controllo di PACE e acquisisce HSPI, attiva nella *digital transformation*. Il 2021 segna un'accelerazione: entra nell'IoT automotive con *TeraTron*, nel *fintech* dei pagamenti con Assiipay e in *startup* come Quence. Il 2022 è l'anno più intenso: acquisisce Ennova (*digital customer care*), DM, SPS (*cybersecurity*), e TLogos (*IT consulting*). Nel 2023 consolida Ennova e continua a investire in verticali tecnologici come Embedded Graphics e FastCode. Nel 2024 prosegue con nuove acquisizioni tra cui I*Mille, Uasabi, Focus PLM, e ProSim Training Solutions, chiudendo un decennio caratterizzato da una strategia di M&A seriale e ben orchestrata nei settori ICT, *fintech* e *digital innovation* (TXT e-solutions S.p.A., 2024).

La serie di acquisizioni di TXT ha avuto un impatto significativo sulle performance aziendali, trasformando profondamente la società nell'arco di pochi anni.

Il titolo TXT, quotato sul segmento STAR, ha riflesso la storia di trasformazione. Dopo il 2017 (vendita divisione *Retail* con distribuzione di un dividendo speciale), il mercato ha premiato la nuova strategia: tra fine 2017 e fine 2021 il titolo è passato da circa 6 € a oltre 15 € per azione, per poi superare i 20 € nel 2022 dopo l'annuncio di Ennova e altre acquisizioni, con un TSR positivo a doppia cifra su base annua in quel periodo. A 6 mesi dall'acquisizione di Ennova (fine 2022), il titolo TXT saliva di circa il 20%, segno che gli investitori apprezzavano l'accelerazione di crescita (e anche l'ingresso di un fondo PE PIPE nel capitale a fine 2023 ha confermato fiducia nel modello. A 12-24 mesi, la performance è più volatile (nel 2023 il titolo ha consolidato i guadagni), ma complessivamente l'approccio programmatico ha portato TXT a una capitalizzazione di mercato più che tripla rispetto al 2015. Questo aumento di valore per gli azionisti

conferma la capacità di TXT di creare valore con M&A ben integrate (TXT e-solutions S.p.A., 2024).

Le acquisizioni hanno spinto i ricavi del gruppo in forte crescita: +30% organico/inorganico medio negli ultimi anni. Ad esempio, grazie a Ennova (consolidata da agosto 2022) e alle altre acquisizioni, i ricavi 2022 di TXT sono balzati a €150 milioni (+60% circa), e per il 2023 il *trend* ha superato i €200 milioni (dati preliminari). L'EBITDA assoluto è aumentato, anche se la redditività percentuale ha oscillato a causa dei costi di integrazione e delle differenti marginalità delle acquisite. Alcune acquisizioni inizialmente hanno margini più bassi (Ennova aveva ~8.5% Ebitda margin nel 2021 vs. ~13% di TXT pre-acquisizioni), diluendo il margine nel breve periodo, ma TXT ha avviato piani di efficienza *post-merger*. Entro 12-24 mesi dall'acquisizione, molte sinergie sono state colte: ad esempio, Ennova e TXT hanno integrato le rispettive offerte permettendo up-selling di servizi a clienti comuni, migliorando la saturazione delle risorse. Il ROIC di gruppo inizialmente è calato leggermente per l'avviamento pagato, ma la società ha mantenuto un livello di utile netto in crescita, segno di buona assimilazione. L'M&A ha contribuito anche alla crescita inorganica del portafoglio: settori come *fintech* e *cyber* che ora generano ricavi significativi per TXT erano inesistenti prima del 2018.

TXT ha conseguito sinergie commerciali immediate: con l'ingresso di Assioma e HSPI, ad esempio, TXT ha potuto proporre progetti integrati (dal *software* proprietario fino ai servizi di implementazione e *testing*) ai clienti bancari, aumentando il *wallet share* su clienti comuni. Inoltre, molte acquisizioni hanno portato *team* di *management* validi che sono rimasti in azienda e hanno assunto ruoli chiave nella divisione di riferimento, contribuendo a diffondere *best practice*. Un segno dei ritorni qualitativi è la capacità di TXT di vincere gare di grande entità: nel 2023 il gruppo si è aggiudicato una gara pubblica da €120 milioni nel digitale, traguardo impensabile qualche anno prima, reso possibile dall'aumentata scala e varietà di competenze. In termini di vantaggi competitivi, TXT oggi può presentarsi sul mercato come partner unico per soluzioni *end-to-end*, dalla consulenza strategica (grazie a HSPI) allo sviluppo software (*core* TXT) alla gestione operativa (Ennova). Questo mix integrato è un differenziatore rispetto a competitor più piccoli e specialisti. Le acquisizioni hanno anche ridotto il profilo di rischio del gruppo: la diversificazione su più settori (aerospazio, *fintech*, industriale, PA) protegge TXT da crisi in un singolo comparto. Infine, l'aver incorporato cultura da *start-up* (nel caso di

piccole acquisite) ha alimentato l'innovazione interna, ad esempio spinte verso soluzioni *AI*, sviluppate con l'apporto di competenze arrivate da Ennova (*chatbot*) e da *fintech* acquisite (TXT e-solutions S.p.A., 2024).

TXT e-solutions ha reso evidente la propria strategia di M&A programmatico attraverso una combinazione di dichiarazioni ufficiali, delibere societarie e comunicazioni al mercato, delineando un approccio sistematico e di lungo periodo alla crescita per linee esterne. Innanzitutto, il *top management* ha più volte ribadito pubblicamente la centralità dell'M&A nel modello di sviluppo aziendale. In occasione dell'acquisizione di Ennova, il CEO Daniele Misani ha parlato di un "piano di diversificazione in atto" accelerato dalle operazioni straordinarie, mentre nel comunicato stesso si legge che la società sta valutando ulteriori acquisizioni in fase avanzata per rafforzare la propria offerta (TXT e-solutions S.p.A., 2022). Queste dichiarazioni esplicitano una volontà strategica strutturata e reiterata nel tempo.

Anche a livello formale, la strategia è stata sostenuta da un forte commitment interno: l'operazione Ennova è stata approvata all'unanimità dal Consiglio di Amministrazione, e la relazione semestrale 2022 conferma la coerenza del piano M&A con le linee guida precedentemente comunicate agli investitori (TXT e-solutions S.p.A., 2022).

Sul fronte della comunicazione finanziaria, TXT ha rafforzato la trasparenza verso il mercato, segmentando i risultati economici per divisione (*Fintech*, *Aerospace*, ecc.) e presentando il contributo delle acquisizioni nei *roadshow* rivolti agli investitori, come avvenuto nel caso di Ennova, descritta come pienamente integrabile e sinergica rispetto al *core business* (TXT e-solutions S.p.A., 2022).

Infine, la visione di lungo termine emerge anche dalle interviste del fondatore Alvisè Braga Illa, che già dopo la cessione di TXT Retail nel 2017 aveva indicato la volontà di reinvestire la liquidità in progetti innovativi, in particolare nel *fintech*. Tale approccio si è concretizzato in una strategia *buy-and-build* sostenuta anche da capitali esterni: nel 2023 il fondo Kairos Partners ha investito 10 milioni di euro in TXT attraverso un'operazione PIPE, dichiaratamente finalizzata a supportare nuove acquisizioni (TXT e-solutions S.p.A., 2023), confermando l'attrattività e la credibilità del modello programmatico agli occhi del mercato.

6.3.3 Interpump Group: consolidatore seriale nell'industria manifatturiera

Interpump Group S.p.A., *leader* mondiale in pompe ad alta pressione e componenti oleodinamici, rappresenta uno dei casi emblematici di M&A programmatico in Italia. Fin dalla quotazione (1996) ha fatto della crescita per acquisizioni una strategia chiave, e nel 2015–2024 ha ulteriormente accelerato, realizzando numerose acquisizioni seriali in vari sub-settori industriali. In totale, nel periodo in esame, Interpump ha acquisito oltre 15 società (tra partecipazioni di controllo e minoranze poi elevate al controllo), costruendo un gruppo dai confini via via più estesi.

Interpump opera nel settore manifatturiero dei macchinari e componenti (NACE C, fabbricazione di macchine e apparecchi), in particolare nel sotto-settore oleodinamico e pompe. Questo settore ha alcune caratteristiche che favoriscono il successo di un modello programmatico di M&A. Nello specifico il settore è tendenzialmente frammentato in molte nicchie: esistono colossi diversificati (es. Bosch Rexroth, Parker Hannifin) ma anche decine di medie imprese specializzate in singoli prodotti (es. produttori di cilindri, di valvole, di pompe specifiche). Negli ultimi anni vi è stata una certa concentrazione, spesso guidata proprio da *player* come Interpump o attori americani, ma restano moltissimi target potenziali. Le barriere all'entrata sono nelle competenze ingegneristiche e nella reputazione (clienti come OEM di macchinari preferiscono fornitori affidabili e collaudati). Inoltre, l'innovazione è incrementale: avere risorse per R&D è un *plus*. In questo contesto, Interpump ha potuto sfruttare il consolidamento come strategia: unendo più specialisti sotto lo stesso tetto, ha creato un campione multi-nicchia difficile da eguagliare. Le barriere tecnologiche si superano acquisendo chi detiene la competenza (es. Inoxpa portava 40 anni di esperienza in impianti alimentari). Le evoluzioni normative (es. requisiti di sicurezza, emissioni) favoriscono gruppi più grandi che possano certificare i propri prodotti in vari mercati, un altro *driver* pro-consolidamento. Interpump è divenuto uno di questi gruppi (Petracca et al., 2025).

Nel contesto industriale, il programma di acquisizioni seriali di Interpump è apparso estremamente coerente: le *target* sono disponibili in abbondanza (l'Italia stessa è ricca di PMI meccaniche eccellenti); la serialità è sostenibile grazie alla forte generazione di cassa del *business* (Interpump finanzia le acquisizioni in gran parte con i propri flussi,

mantenendo un rapporto debito/EBITDA moderato, e può perciò compiere operazioni ogni anno) (Interpump Group S.p.A., 2025). Sotto il punto di vista dell'esecuzione, Interpump ha sviluppato un *know-how* integrativo notevole, infatti viene spesso citata come azienda in grado di integrare decine di realtà senza intoppi, grazie a un modello organizzativo federale e a un *management team* esperto in M&A (Repubblica, 2015). Nel settore dei macchinari, i clienti apprezzano la continuità: Interpump ha generalmente mantenuto marchi e personale, garantendo ai clienti delle acquisite che avrebbero continuato a ricevere gli stessi prodotti e servizi, ora con le spalle finanziarie più larghe. Questo ha reso l'integrazione accettabile anche per il mercato, evitando perdite di quote o contraccolpi post-acquisizione. In un settore dove la qualità e personalizzazione contano, Interpump è riuscita a non "standardizzare" eccessivamente le offerte delle acquisite, lasciando flessibilità, ciò ha evitato la tipica trappola di certi consolidatori che centralizzano troppo e perdono clienti. In sintesi, il *programmatic M&A* è stato non solo coerente ma fondamentale per il successo in questo settore: ha permesso ad Interpump di raggiungere una scala e portafoglio tali da competere con i grandi globali, rimanendo al contempo agile nelle nicchie. Approcci alternativi (crescita al 100% organica) non avrebbero probabilmente consentito di ottenere in tempi rapidi la diversificazione di prodotti e mercati che oggi protegge il gruppo.

A prova dell'adozione di un approccio sistematico e coerente al consolidamento industriale, attraverso un intenso programma di acquisizioni seriali, sono state ricostruite la progressione temporale e le logiche strategiche che hanno guidato l'espansione del gruppo nei principali segmenti industriali di riferimento.

Tra il 2015 e il 2023, Interpump Group ha implementato una strategia di M&A programmatico, realizzando ogni anno da una a tre acquisizioni mirate. Dopo l'ingresso nel settore Flow Handling con l'acquisizione di Bertoli S.r.l. (Interpump Group S.p.A., 2015), il gruppo ha avviato una serie di micro-acquisizioni di società di servizio e distribuzione per rafforzare la propria presenza internazionale, in particolare nel Regno Unito. Nel 2017 ha compiuto un salto dimensionale rilevante acquisendo Inoxpa, *leader* nel *food & pharma* (Interpump Group S.p.A., 2018), seguita negli anni da altre realtà industriali complementari come Fluinox, Ricci Engineering (World Pumps, 2018) e Servizi Industriali (Interpump Group S.p.A., 2019).

A partire dal 2019, Interpump ha ampliato il proprio portafoglio entrando nel segmento Reduction Gears con Reggiana Riduttori e Transtecno, per poi consolidarsi nei motori e sterzi idraulici con l'acquisizione internazionale di White Drive nel 2021 (Interpump Group S.p.A., 2020). Gli anni successivi vedono il proseguimento della strategia con acquisizioni nelle nicchie dei riduttori (es. DZ Trasmissioni, Berma), nei componenti oleodinamici (es. Draintech, Eurofluid) (Interpump Group S.p.A., 2026) e nei sistemi alimentari e industriali, con l'acquisizione di I.Mec e della neozelandese Waikato (Interpump Group S.p.A., 2025). Il gruppo ha dimostrato capacità di integrazione e visione strategica, costruendo un portafoglio multi-nicchia e consolidando la propria posizione nei mercati globali.

L'approccio programmatico di Interpump ha prodotto risultati estremamente positivi, tanto che il gruppo è spesso citato come *"serial acquirer"* di successo. Interpump ha generato rendimenti straordinari per gli azionisti. Dal 2015 al 2024 circa, il TSR (inclusi dividendi) è stato a tripla cifra, superando il +130%. Ciò riflette un costante aumento del prezzo azionario man mano che l'azienda cresceva in dimensioni e utili. Ad esempio, il titolo è passato da ~€12 nel 2015 a punte oltre €50 nel 2021-2022, con l'ingresso nel FTSE MIB.

Analizzando finestre post-*deal*: a 6 mesi da acquisizioni importanti (es. Inoxpa 2017, Reggiana 2019), il titolo generalmente ha reagito bene, segnalando fiducia del mercato. A 12-24 mesi, una volta dimostrata l'integrazione, il mercato ha apprezzato i maggiori utili: ogni blocco di acquisizioni ha portato il titolo a nuovi massimi. Ad esempio, dopo le acquisizioni 2019 (riduttori), Interpump ha aumentato l'EBITDA margin e nel 2021 il titolo era raddoppiato rispetto al 2018. Anche nei momenti di crisi (marzo 2020) Interpump ha retto meglio di altri industriali, grazie alla diversificazione e resilienza acquisite con gli anni (Interpump Group S.p.A., 2020).

I numeri di Interpump mostrano una crescita poderosa: il fatturato consolidato, circa €672 mln nel 2015, ha superato €1,8 miliardi nel 2024, con contributo sostanziale dalle acquisizioni.

Nonostante l'integrazione di molte aziende, Interpump è riuscita a mantenere e persino migliorare i margini EBITDA, passando da ~20% a livelli di 22-23% negli ultimi anni. Ciò indica che le sinergie e le efficienze hanno compensato eventuali marginalità inferiori di alcune acquisite. Ad esempio, l'integrazione di Inoxpa (EBITDA ~19%) è avvenuta senza diluire il margine consolidato, grazie a *cross-selling* e riduzione di costi duplicati. Il ROIC di Interpump è rimasto robusto (circa 12-13%), un livello elevato per un gruppo manifatturiero, segno che le acquisizioni non hanno distrutto valore: il gruppo è abile a migliorare la redditività delle aziende acquisite inserendole in un contesto più efficiente. Inoltre, l'organica è continuata: Interpump ha una crescita organica media annua positiva (spinta da ampliamento gamma e rete globale), potenziata dalla crescita inorganica. Questa combinazione ha portato a una crescita composta degli utili circa del 9% annuo dal 1996 ad oggi, con soli pochi anni di flessione in periodi di crisi esterne. Ciò testimonia la riuscita dell'M&A programmatico nell'alimentare una crescita stabile di lungo termine. Interpump ha ottenuto sinergie soprattutto commerciali e di sviluppo prodotto. Ad esempio, dopo aver acquisito Walvoil (valvole idrauliche) nel 2015, è stata in grado di offrire ai clienti oleodinamici un sistema integrato, aumentando le vendite combinate. Le sinergie di costo sono state presenti ma non radicali: molte fabbriche e marchi sono rimasti attivi, con razionalizzazione limitata a funzioni corporate (acquisti centralizzati di alcune materie prime, con maggior potere di acquisto). Un beneficio importante è stato l'innovazione: le diverse società del gruppo condividono *know-how* ingegneristico. Inoltre, l'M&A ha ridotto il rischio complessivo: Interpump è meno vulnerabile ai cicli di un singolo settore (se cala l'oil&gas, magari regge l'agri-food e viceversa). Questo *portfolio effect* ha dato resilienza, evidenziata da Interpump durante la pandemia. Qualitativamente, Interpump ha consolidato la reputazione di "*partner globale*": l'affidabilità acquisita integrando aziende di paesi diversi fa sì che clienti multinazionali si fidino ad affidare commesse su scala mondiale. Ad esempio, la presenza negli USA (grazie a Hammelmann e White Drive) consente di servire meglio i clienti americani con produzione locale, un vantaggio post-acquisizione (Interpump Group S.p.A., 2024).

L'intenzionalità strategica dell'M&A in Interpump è evidente fin dalle dichiarazioni del fondatore Fulvio Montipò, che ha più volte ribadito pubblicamente come ogni acquisizione si inserisca in un disegno coerente di diversificazione industriale.

Commentando l'acquisizione di I.Mec, Montipò ha richiamato le precedenti operazioni su Bertoli, Inoxpa e Mariotti, definendole tappe del medesimo percorso (Repubblica, 2023). Anche durante gli incontri con analisti e investitori, la narrativa presentata dal management sottolinea che la crescita per linee esterne è un tratto distintivo consolidato (Interpump Group S.p.A., 2023).

La strategia è formalizzata anche a livello di governance: la presenza di un investitore come Tamburi Investment Partners (TIP) nel capitale e nel Consiglio di Amministrazione rafforza la direzione industriale del gruppo, in quanto TIP promuove esplicitamente il modello di espansione tramite acquisizioni progressive in settori adiacenti (Interpump Group S.p.A., 2023). Nella relazione sulla gestione 2023, Interpump dichiara esplicitamente che la crescita passerà da espansione di gamma e volumi anche tramite acquisizioni mirate, confermando l'orientamento strategico del CdA (Interpump Group S.p.A., 2023).

A livello comunicativo, Interpump costruisce attivamente la propria identità di *serial acquirer*: nel Capital Markets Day 2023, la società ha illustrato con una sequenza di acquisizioni il proprio *track record*, evidenziando coerenza, frequenza e capacità integrativa, elementi che contribuiscono alla fiducia degli investitori e alla valorizzazione di mercato (Interpump Group S.p.A., 2023).

Infine, l'assenza di discontinuità strategiche, anche durante il passaggio generazionale a Fabio Marasi come CEO operativo, indica che il modello di crescita tramite M&A è ormai radicato nella cultura aziendale e non dipende dal singolo fondatore (Interpump Group S.p.A., 2023).

6.3.4 Multiply Group: Programmatic M&A nel fintech e BPO

Multiply Group S.p.A. (fino al 2023 noto come Gruppo MutuiOnline S.p.A.) è un gruppo italiano attivo soprattutto nel *Business Process Outsourcing* (BPO) per istituzioni finanziarie. Tra il 2015 e il 2024 ha adottato con decisione un modello di M&A programmatico, acquisendo in modo seriale società complementari sia in Italia che all'estero, con l'obiettivo di ampliare servizi e mercati. Si stimano almeno 10 operazioni di acquisizione principali in quel periodo, più svariate acquisizioni minori o incrementi di partecipazione.

Multiply Group opera a cavallo di due settori: Fintech/Insurtech (portali digitali) e Servizi di outsourcing finanziario. Entrambi presentano dinamiche che hanno reso efficace il suo approccio programmatico. Nel settore dei portali di comparazione finanziaria, la competizione si basa su quote di mercato (*traffico web*, *brand awareness*) ed efficienza di conversione. È un settore dove spesso “il più grande vince tutto” (*winner takes most*), perché i portali *leader* hanno più dati, più investimenti *marketing* e attraggono più utenti. In Italia c'è stato consolidamento: da tanti piccoli siti si è passati a pochi gruppi (Multiply, Facile.it, Segugio era interno a Multiply). Similmente in Europa: mercati maturi con 2-3 comparatori principali. La strategia di Multiply di acquisire portali all'estero segue questa logica di consolidamento *cross-market*. Barriere all'entrata nuove: molto alte ormai, perché i costi di *marketing online* per scalare un nuovo comparatore sarebbero enormi. Dunque, l'M&A era la via naturale per crescere. Nel BPO finanziario, la competizione storicamente era frammentata in molti fornitori specialisti (periti assicurativi, *outsourcer* documentali, call center, etc.). Le banche/assicurazioni però tendono a preferire partner più grandi che offrano servizi integrati (per semplificare la gestione fornitori). Questo ha creato opportunità di consolidamento: Multiply ha approfittato di questa dinamica unendo più servizi sotto un tetto. Ci sono barriere normative (certificazioni, compliance) che favoriscono chi ha dimensioni per gestirle. Inoltre, il tasso di digitalizzazione crescente spinge i tradizionali fornitori BPO a evolvere. In sintesi, nei suoi settori il consolidamento e l'innovazione sono chiave e Multiply lo ha attuato via acquisizioni (Osservatori Digital Innovation, 2024).

Il modello di crescita programmatica si è rivelato particolarmente efficace per Multiply Group, grazie alla presenza di numerosi *target* disponibili nel panorama italiano, sia nel settore *fintech* sia nei servizi finanziari, entrambi caratterizzati da un'elevata frammentazione e presenza di PMI potenzialmente acquisibili (Osservatori Digital Innovation, 2024). Il gruppo è rapidamente diventato un acquirente seriale riconosciuto e preferito: un esempio emblematico è l'acquisizione del gruppo Lercari, in cui la famiglia imprenditoriale ha scelto Multiply come *partner* proprio per la sua complementarità strategica e per l'intenzione dichiarata di valorizzare l'attività anziché snaturarla, rendendo così accessibili *target* che altrimenti non sarebbero stati messi sul mercato.

La serialità e la capacità di esecuzione del gruppo sono emerse chiaramente in diverse operazioni, tra cui due acquisizioni simultanee a fine 2020 e un importante deal internazionale nel 2022. Tali risultati sono stati resi possibili dalla presenza di un management team dedicato e dalla creazione, in seguito all'acquisizione di Lercari, di un vero e proprio *Integration Team* interno, incaricato di armonizzare processi e sistemi contabili tra le entità acquisite (MutuiOnline, 2023). L'esperienza acquisita fin dal 2015 con l'integrazione di 7Pixel ha fornito un solido bagaglio metodologico, che è stato progressivamente raffinato e applicato anche alle operazioni successive, come l'acquisizione di SOS Tariffe, riducendo significativamente i tempi di integrazione (MutuiOnline, 2023).

Anche nel settore del BPO finanziario, la strategia è stata coerente: dopo le operazioni su Agenzia Italia e Lercari, il gruppo si è dichiarato aperto a ulteriori acquisizioni, con voci di mercato che indicano un possibile interesse per operatori attivi nel *credit collection* o nei servizi legali (Il Sole 24 Ore, 2024). In entrambe le divisioni, *Broking* e BPO, Multiply adotta la stessa logica di crescita modulare per successive integrazioni: nella prima espande verticali digitali, nella seconda amplia le linee di servizio (MutuiOnline, 2023). Questa impostazione consente di evitare la dipendenza da un singolo grande deal e favorisce una maggiore scalabilità.

Infine, l'efficienza esecutiva è ulteriormente potenziata dalla struttura duale del gruppo, che separa le due aree operative: Mavriq, dedicata ai portali digitali, e Multiply BPO&Tech, focalizzata sui servizi finanziari. Ciascuna divisione gestisce in autonomia le proprie acquisizioni e i relativi processi di integrazione, garantendo specializzazione, chiarezza operativa e ulteriore coerenza nel modello programmatico adottato (MutuiOnline, 2023).

Tra il 2015 e il 2024, MutuiOnline Group (oggi Multiply) ha costruito un solido percorso di crescita programmatica attraverso un'intensa attività di acquisizioni. Il primo grande passo avviene nel 2015 con l'acquisto di 7Pixel S.r.l., proprietaria di Trovaprezzi.it, per €55 milioni, segnando l'ingresso nel settore della comparazione prezzi e dell'*e-commerce* (MutuiOnline, 2016). L'anno successivo, attraverso 7Pixel, il gruppo entra nel capitale della startup Zoorate, operante nel campo delle recensioni online (MutuiOnline, 2017).

Nel 2017 sigla un accordo per rilevare il 50% di Agenzia Italia S.p.A., specializzata in servizi BPO per il leasing auto, con opzione per arrivare al 100%. Il closing dell'operazione avviene nell'aprile 2018, consolidando la divisione BPO automotive e aprendo a ulteriori investimenti in tecnologia e fintech (MutuiOnline, 2018).

Il 2020 segna una svolta strategica: Multiply acquisisce il 50,1% di Gruppo Lercari per €35,7 milioni, entrando nel mercato della gestione sinistri assicurativi. Contestualmente, annuncia l'acquisizione del 100% di SOS Tariffe S.r.l., portale per la comparazione di offerte nei settori telecomunicazioni ed energia (MutuiOnline, 2020).

Nel 2021 il gruppo completa l'acquisizione di Zoorate esercitando l'opzione sul 60% restante (MutuiOnline, 2022) e avvia l'integrazione di Lercari inserendo manager propri nei ruoli apicali. Il 2022 è l'anno dell'espansione internazionale: Multiply acquisisce Rastreator.com (Spagna), Preminen e un'opzione su LeLynx.fr (Francia), in un deal da €150 milioni che include anche un centro IT in India, trasformando il gruppo in un player europeo del comparison online.

Nel 2023, attraverso Lercari, il gruppo annuncia l'acquisizione del Gruppo Onda, attivo nelle perizie auto, e procede con un rebranding strutturato in due divisioni: Mavriq (portali digitali) e Multiply BPO&Tech (servizi), segnando una fase di maturità organizzativa (MutuiOnline, 2023).

In sintesi, nel periodo 2015–2024, Multiply ha completato operazioni strategiche in due aree: l'acquisizione di quattro portali digitali (Trovaprezzi, SOS Tariffe, Rastreator, Preminen/LeLynx) e di due società BPO rilevanti (Agenzia Italia, Lercari), oltre a numerose partecipazioni di natura tecnologica e operativa, con una forte accelerazione post-2020.

L'impatto del programma di acquisizioni di Multiply è visibile sia nei numeri finanziari, sia in aspetti qualitativi e di mercato, come evidenziato dai report finanziari ufficiali pubblicati nella sezione *investor relations* del sito di gruppo Multiply, che include bilanci, presentazioni agli investitori e comunicati sui risultati trimestrali. Il titolo Multiply (MOL.MI) ha avuto una performance notevole nel periodo, sebbene con volatilità. A 6 mesi dall'acquisizione di 7Pixel (2015), il mercato reagì positivamente vedendo la diversificazione (il titolo salì da ~€5 a €7, +40%). A 12 mesi, complice la crescita organica e sinergie, rimase sopra i livelli pre-deal. La reazione più forte si è avuta dopo l'annuncio

Rastreator/LeLynx (agosto 2022): il titolo passò da ~€24 a oltre €30 (+25% in pochi mesi), toccando massimi storici, segno che gli investitori hanno apprezzato l'internazionalizzazione e l'uso efficiente di cassa. A 24 mesi, l'andamento incorpora fattori macro (nel 2023 c'è stata volatilità tech e aumento tassi che ha pesato sui titoli fintech): il titolo è ridisceso intorno ai €20-22, tuttavia su un orizzonte lungo 2015-2024 il TSR è decisamente positivo (il titolo vale circa il triplo rispetto al 2015, e ha distribuito dividendi significativi ogni anno).

Il TSR riflette un CAGR robusto, anche se periodi di bear market hanno temporaneamente ridotto le valutazioni. In generale, ogni ciclo di M&A riuscito si è tradotto in un *re-rating* al rialzo del titolo, a dimostrazione che il mercato ha riconosciuto valore nelle operazioni e fiducia nella loro esecuzione.

I ricavi del gruppo sono passati da circa €120,7 milioni nel 2015 a €315 milioni nel 2021, fino a oltre €450 milioni stimati nel 2024, con una crescita inorganica fondamentale (senza acquisizioni, difficilmente il gruppo avrebbe raggiunto tali dimensioni). La redditività si è mantenuta elevata: l'EBITDA margin storico di Multiply è attorno al 30% nelle attività di *broking* e più basso nel BPO (~20%), la combinazione post-acquisizioni ha portato a margini consolidati intorno al 25%. Dopo Lercari (business a margini più bassi all'inizio), l'EBITDA margin consolidato è leggermente sceso, ma poi risalito con le efficienze e la ripresa del volume mutui 2021. Il ROIC del gruppo è rimasto robusto, segno che le acquisizioni non hanno distrutto valore: tipicamente Multiply acquista a multipli ragionevoli (es. ~7-8x EBITDA) e poi migliora la performance delle acquisite. Ad esempio, SOS Tariffe sotto la gestione Multiply ha beneficiato di traffico da Segugio, aumentando i ricavi. Sul fronte della crescita organica vs inorganica, nel periodo recente la crescita è in gran parte inorganica: nel 2022 +37% ricavi era dovuto a acquisizioni (SOS Tariffe, Lercari consolidata intero anno) e nel 2023 la crescita oltre +50% è trainata dalle nuove entità estere. L'importante è che il gruppo sia riuscito a integrare senza diluire eccessivamente la redditività: la divisione Broking ha continuato a generare elevati EBIT, e la divisione BPO ha migliorato i margini grazie ai volumi di Lercari e Agenzia Italia integrati, realizzando sinergie (ad esempio, Multiply ha unito le funzioni IT e amministrative di alcune acquisite nel proprio centro servizi, ottenendo risparmi). La crescita complessiva (organica ed M&A seriale) del gruppo ha ampiamente battuto il mercato di riferimento, guadagnando quote: oggi Multiply è leader in Italia nel *broker*

online (insieme a Facile.it) e uno dei primi operatori BPO finanziari, mentre nel 2015 era uno dei tanti mediatori mutui. Questo salto dimensionale è merito dell'M&A (MutuiOnline., 2024)

Multiply Group ha ottenuto importanti sinergie sia sul lato ricavi sia costi. Sinergie di ricavo: i portali acquisiti sono stati integrati nel *network* pubblicitario del gruppo (offrendo pacchetti pubblicitari a banche/*utility* su più siti), e *cross-selling* di utenti (es. su Segugio.it sono comparsi *link* a Trovaprezzi e viceversa). Inoltre, Rastreator e LeLynx stanno beneficiando del *know-how marketing* di Multiply e di accordi con partner assicurativi già clienti in Italia che entrano su quei portali esteri. Sinergie di costo: il centro IT in India acquisito con Preminen consente sviluppo software a costi più bassi per l'intero gruppo; funzioni centrali (es. procurement, HR) sono accentrate in Multiply per tutte le controllate, generando efficienze.

Qualitativamente, il gruppo ha accresciuto la propria competitività: oggi può affrontare *player* internazionali grazie alla presenza multi-paese. Ha inoltre ridotto il rischio: la dipendenza dal mercato italiano dei mutui è diminuita. Dal punto di vista dell'innovazione, l'integrazione di varie società ha portato nuove idee: il gruppo sta implementando sistemi di machine learning per ottimizzare la conversione utenti sui portali. Ciò conferma un ritorno qualitativo: il gruppo ha fuso culture complementari (*start-up* digitali e aziende tradizionali di servizi) creando una combinazione di competenze unica sul mercato italiano (MutuiOnline, 2024).

Il percorso di Multiply Group evidenzia una chiara intenzionalità strategica nell'adozione di un modello di M&A programmatico, supportato da dichiarazioni pubbliche, scelte strutturali e operazioni pianificate nel tempo. Fin dai primi annunci, il *top management* ha comunicato una visione di lungo termine. In particolare, il CEO Alessandro Fracassi e il Presidente Marco Pescarmona, in occasione dell'acquisizione di Lercari, hanno parlato esplicitamente di una strategia volta alla costruzione di un *leader* nel BPO finanziario, sottolineando l'elevato valore strategico dell'operazione e la complementarità delle competenze (Il Secolo XIX, 2020).

Questa visione è rafforzata dai piani industriali e dalle presentazioni agli investitori. Nel bilancio 2020, il gruppo ha esplicitamente indicato di voler proseguire con acquisizioni strategiche, mentre nel 2022 ha avviato un processo di *rebranding* sotto l'identità

Multiply, riorganizzando le attività in due divisioni distinte (portali digitali e BPO/Tech), una scelta che presupponeva un'evoluzione strutturale e dimensionale coerente con la crescita via M&A (MutuiOnline, 2022).

Nei comunicati stampa, le acquisizioni non sono mai presentate come operazioni opportunistiche: le dichiarazioni riportate spiegano il razionale strategico e le sinergie attese. Il linguaggio usato per l'operazione Lercari, definita come "di consistente valore strategico" testimonia un approccio consapevole e pianificato all'espansione, anche internazionale (Il Secolo XIX, 2020).

Infine, anche nelle assemblee societarie viene esplicitata la centralità dell'M&A nel modello strategico di Multiply: nel 2023, la società ha discusso pubblicamente della destinazione della generazione di cassa verso acquisizioni future, dividendi e *buyback*, confermando che gli stessi azionisti riconoscono e condividono questa traiettoria (MutuiOnline, 2023).

L'esame delle traiettorie di crescita di quattro imprese italiane: ENI, TXT e-solutions, Interpump Group e Multiply Group, consente di evidenziare come l'adozione consapevole e reiterata di strategie di M&A programmatico possa rappresentare un efficace strumento di creazione di valore sostenibile, accelerazione della crescita e rafforzamento competitivo. In ciascun caso analizzato, il modello è stato declinato secondo le specificità settoriali e gli obiettivi strategici di lungo periodo: ENI ha fatto leva sulle acquisizioni per supportare il proprio percorso di transizione energetica e diversificazione tecnologica; TXT ha perseguito un rafforzamento mirato delle proprie capabilities digitali, con l'intento di affermarsi come aggregatore di innovazione; Interpump ha consolidato la propria leadership industriale attraverso operazioni seriali in mercati di nicchia ad alta specializzazione; infine, Multiply ha costruito un posizionamento competitivo distintivo nel settore dei servizi digitali e consulenziali ad alto valore aggiunto.

Pur nella diversità dei contesti, emergono tratti comuni che delineano i fattori abilitanti di un M&A programmatico di successo: una visione strategica orientata al lungo termine, una selezione rigorosa dei target coerente con il piano industriale, e una solida capacità di integrazione operativa e culturale. Tali elementi si distinguono nettamente dalle logiche

di M&A opportunistico o trasformativo, evidenziando la natura strutturale di questo approccio. La coerenza tra intenzionalità strategica e execution è inoltre confermata dalle dichiarazioni pubbliche del top management, dai piani industriali e dalla documentazione ufficiale, che contribuiscono a rafforzare la lettura di queste esperienze come casi emblematici di applicazione virtuosa di un modello programmatico.

Figura 21: Elementi comuni di successo nelle strategie di M&A programmatico.

Fonte: elaborazione propria.

Elemento	Caratteristiche condivise
Visione strategica	Orientamento al lungo termine, allineato con il piano industriale
Serialità	Frequenza ricorrente e pianificata delle operazioni
Coerenza dei target	Allineamento con il core business e gli obiettivi di crescita
Capacità di integrazione	Processi strutturati di post-merger integration
Attivazione sinergie	Realizzazione di sinergie industriali, tecnologiche o commerciali
Adattamento settoriale	Scelte modellate in funzione delle dinamiche specifiche del settore
Intenzionalità dichiarata	Presenza di evidenze ufficiali (relazioni, piani, comunicazioni istituzionali)

6.4 Analisi dell’impatto delle strategie di M&A sulla creazione di valore nei settori High-Tech e Low-Tech italiani

Nel contesto dell’analisi empirica svolta nella presente ricerca, si è ritenuto opportuno indagare la relazione tra la tipologia di operazione di M&A adottata (programmatica vs. non programmatica) e il settore industriale di appartenenza delle aziende *target*, con l’obiettivo di comprendere se e come il contesto settoriale possa condizionare l’efficacia e la diffusione di strategie di acquisizione ricorrente. A tal fine, le imprese presenti nel campione sono state classificate in due macro-cluster settoriali: “*high-tech*” e “*low-tech*”. Tale suddivisione si è basata sulla tassonomia OCSE delle attività economiche, relativa all’intensità di R&S, nella sua più recente articolazione (OECD, 2016). Questa

metodologia, impiegata anche per l'analisi comparata della *Knowledge and Technology Intensity* (KTI) nei sistemi economici avanzati, ordina i settori industriali in funzione dell'intensità di ricerca e sviluppo, misurata come rapporto tra la spesa totale in R&D e il valore aggiunto lordo prodotto.

La tassonomia OCSE distingue cinque gruppi principali:

- Alta intensità tecnologica (*high*)
- Medio-alta intensità tecnologica (*medium-high*)
- Media (*medium*)
- Medio-bassa (*medium-low*)
- Bassa intensità tecnologica (*low*)

Ai fini della presente ricerca, in coerenza con quanto indicato dal *Technical Appendix* del *report* OCSE, sono stati aggregati i primi due gruppi (*high e medium-high*) all'interno della categoria “*High-tech*”, mentre i restanti gruppi (*medium, medium-low e low*) sono stati ricondotti al cluster “*Low-tech*”. Questa scelta riflette la definizione OCSE di “*Knowledge and Technology-Intensive industries*”, secondo cui le industrie considerate “KTI” sono quelle caratterizzate da un livello di intensità tecnologica elevata o medio-elevata, in ragione dell'investimento sistematico in ricerca come leva strategica. Tale riclassificazione consente non solo di semplificare l'analisi empirica, ma anche di mantenere un rigore metodologico conforme agli standard di comparazione internazionale. La tabella di riferimento fornisce le basi per l'attribuzione dei codici NACE ai rispettivi livelli di intensità R&D e, di conseguenza, per la costruzione del dataset classificato in modo coerente.

Tabella 22: OECD classificazione dei settori, in base all'intensità dell'attività R&D

Fonte: Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). 2016.

OECD classification of industries, by R&D intensity category

(Percent)

R&D intensity category	Manufacturing			Nonmanufacturing		
	NACE, Rev.2, industry code	Name	R&D intensity (%)	NACE, Rev.2, industry code	Name	R&D intensity (%)
High R&D intensity	303	Air and spacecraft and related machinery	31,69	72	Scientific R&D	30,39
	21	Pharmaceuticals	27,98	582	Software publishing	28,94
	26	Computer, electronic, and optical products	24,05			
Medium-high R&D intensity	252	Weapons and ammunition	18,87	62–63	IT and other information services	5,92
	29	Motor vehicles, trailers, and semi-trailers	15,36			
	325	Medical and dental instruments	9,29			
	28	Machinery and equipment nec	7,89			
	20	Chemicals and chemical products	6,52			
	27	Electrical equipment	6,22			
	30X 309	Railroad, military vehicles, and transport nec (ISIC 302, 304, and 309)	5,72			
Medium R&D intensity	22	Rubber and plastic products	3,58			
	301	Building of ships and boats	2,99			
	32X	Other manufacturing except medical and dental instruments	2,85			
	23	Other nonmetallic mineral products	2,24			
	24	Basic metals	2,07			
Medium-low R&D intensity	33	Repair and installation of machinery and equipment	1,93			
	13	Textiles	1,73	69–75X	Professional, scientific, and technical activities except scientific R&D services (ISIC 69–75 except 72)	1,76
	15	Leather and related products	1,65	61	Telecommunications	1,45
	17	Paper and paper products	1,58	05–09	Mining and quarrying	0,8
	10–12	Food products, beverages, and tobacco	1,44	581	Publishing of books and periodicals	0,57
	14	Wearing apparel	1,40			
	25X 25	Fabricated metal products except weapons and ammunition (ISIC 25 except 252)	1,19			
	19	Coke and refined petroleum products	1,17			
	31	Furniture	1,17			
	16	Wood and products of wood and cork	0,70			
Low R&D intensity	18	Printing and reproductions of recorded media	0,67			
				64–66	Financial and insurance activities	0,38
				35–39	Electricity, gas, and water supply; waste management; and remediation	0,35
				59–60	Audiovisual and broadcasting activities	0,32
				45–47	Wholesale and retail trade	0,28
				01–03	Agriculture, forestry, and fishing	0,27
				41–43	Construction	0,21
				77–82	Administrative and support services	0,18
				90–99	Arts, entertainment, repair of household goods, and other services	0,11
				49–53	Transportation and storage	0,08
				55–56	Accommodation and food service activities	0,02
				68	Real estate activities	0,01

All'interno di ciascun *cluster*, è stato condotto un test t per campioni indipendenti al fine di verificare se esistano differenze statisticamente significative nella distribuzione del *Total Shareholder Return* (TSR), assunto come variabile dipendente e indicatore sintetico di creazione di valore per gli azionisti, tra le operazioni di tipo programmatico e quelle

sporadiche. La scelta di effettuare due analisi distinte per le imprese *high-tech* e *low-tech* è motivata dall'intento di esplorare se la natura tecnologica del settore possa esercitare un'influenza differenziale sull'efficacia delle strategie di acquisizione. Sebbene la letteratura suggerisca che nei settori ad alta intensità tecnologica possano esistere contesti più propensi alla valorizzazione degli approcci programmatici, l'impostazione analitica adottata si è mantenuta esplorativa, evitando di formulare ipotesi deterministiche *ex ante*, così da lasciare spazio all'evidenza empirica nel definire le conclusioni.

Questa doppia articolazione dell'analisi consente dunque di osservare in modo più raffinato l'interazione tra natura settoriale e modello di acquisizione, contribuendo ad arricchire il quadro interpretativo sul ruolo strategico degli M&A in contesti industriali eterogenei. I risultati ottenuti dai t-test, discussi nel dettaglio nel paragrafo successivo, offrono evidenze empiriche utili a valutare se la creazione di valore associata alle operazioni programmatiche sia sistematicamente più elevata in uno dei due *cluster*, suggerendo implicazioni differenziate per i *decision maker* in funzione della natura tecnologica del settore di riferimento.

Nel cluster *low-tech*, i risultati mostrano una chiara superiorità del gruppo programmatico rispetto a quello non programmatico in termini di TSR. Il gruppo di aziende con approccio programmatico presenta un TSR medio del 164,53%, a fronte di un TSR medio pari a 48,91% per il gruppo non programmatico. Questa differenza di oltre 115 punti percentuali indica un vantaggio sostanziale per le imprese che perseguono acquisizioni ripetute e pianificate nel tempo. Dal punto di vista statistico, il test t per campioni indipendenti conferma che la differenza è altamente significativa. Inoltre, la dimensione dell'effetto calcolata attraverso Cohen's d ($\sim 0,792$) indica un effetto di ampiezza elevata: in termini convenzionali, un d di circa 0,8 corrisponde a un impatto forte e rilevante. Questi dati segnalano una robustezza statistica notevole: il risultato è stabile e affidabile, sostenuto sia da un basso p-value che da un effetto consistente.

Dal punto di vista manageriale, l'ampiezza del divario di performance (TSR medio $\sim 164\%$ vs $\sim 49\%$) è estremamente significativa. Ciò implica che, in settori maturi o a bassa innovazione, una strategia di M&A programmatico ha portato in media a una creazione di valore per gli azionisti molto superiore rispetto a strategie non programmatiche. In altri

termini, le aziende *low-tech* che hanno integrato acquisizioni frequenti e deliberate nella propria strategia hanno visto una crescita del valore per gli azionisti ben più che tripla rispetto a quelle che hanno effettuato acquisizioni occasionali o isolate. Questo effetto robusto suggerisce non solo significatività statistica, ma anche rilevanza pratica: per i decisori nel settore *low-tech*, adottare un approccio di acquisizioni programmatiche può essere considerato un driver di performance superiore, con benefici chiari e cumulativi sul TSR.

Figura 23: Risultati t test - settore low-tech

Fonte: elaborazione propria su base dati SPSS.

Gruppo	N	Media TSR (%)	Deviazione Standard (%)	Errore Standard della Media (%)
Programmatic	17	164,5331	153,06321	37,12306
Non Programmatic	90	48,9150	144,70974	15,25375

Statistica t	Significatività (p)	Conf. 95% Inferiore	Conf. 95% Superiore
2,881	0,003	32,32762	198,90857

Nel cluster *high-tech*, si osserva una tendenza simile di superiorità del gruppo programmatico, ma con minor certezza statistica e alcune peculiarità. Le aziende con approccio programmatico mostrano un TSR medio pari a 204,45%, nettamente superiore al 78,62% medio del gruppo non programmatico. In termini assoluti, la differenza (~126 punti percentuali) è persino più ampia di quella riscontrata nel settore *low-tech*, suggerendo un potenziale vantaggio economico notevole per le strategie programmatiche anche nei settori tecnologicamente avanzati. Tuttavia, l'analisi statistica rivela che questo divario, pur consistente in media, è accompagnato da una maggiore variabilità nei dati, rendendo la significatività meno solida. Il test t in condizioni *standard* (assumendo varianze uguali) risulta significativo solo a un livello *borderline* (p bilaterale = 0,030), appena sotto la soglia convenzionale di 0,05. Quando non si presume uguaglianza delle varianze, la significatività si indebolisce ulteriormente (p = 0,135), indicando che la

differenza non sarebbe considerata statisticamente significativa in quel caso. Questa sensibilità del risultato alle assunzioni statistiche (uguaglianza delle varianze) segnala una robustezza statistica limitata: l'effetto esiste nei dati campionari, ma la sua stabilità è incerta. La dimensione dell'effetto calcolata (Cohen's $d \approx 0,737$ in valore assoluto) è di magnitudine elevata e paragonabile a quella del cluster low-tech, ma viene definita "meno stabile" proprio perché il segnale statistico non è consistente al variare delle condizioni del test. In sostanza, nel settore *high-tech* il campione programmatico ha ottenuto in media TSR molto superiori al campione non programmatico, ma l'elevata volatilità delle performance tra le diverse aziende *high-tech* indebolisce la confidenza con cui possiamo generalizzare questo vantaggio. È possibile che pochi casi di enorme successo abbiano innalzato la media del gruppo programmatico, mentre altri casi abbiano performato meno bene, causando varianze ampie.

Dal punto di vista manageriale, il dato suggerisce che un approccio programmatico può offrire ritorni eccezionalmente alti anche nei settori ad alta tecnologia (oltre il 200% di TSR medio, un valore straordinario), ma tali risultati comportano anche maggiori incertezze e rischi. La significatività *borderline* implica che non tutte le aziende high-tech programmatiche hanno sovraperformato quelle non programmatiche in modo uniforme, alcune potrebbero aver ottenuto incrementi di valore enormi, altre solo marginali o addirittura fallito nell'intento, portando a una variabilità complessiva maggiore. Pertanto, l'effetto programmatico in contesti *high-tech* appare meno robusto statisticamente rispetto al *low-tech*, suggerendo cautela: sebbene la strategia programmatica tenda ad associarsi a

performance superiori, la sua efficacia dipende fortemente dall'esecuzione e dalle condizioni specifiche di ciascuna impresa e segmento tecnologico.

Figura 24: Risultati t test - settore high-tech

Fonte: elaborazione propria su base dati SPSS.

Gruppo	N	Media TSR (%)	Deviazione Standard (%)	Errore Standard della Media (%)
Programmatic	51	78,6257	149,72678	20,96594
Non Programmatic	11	204,4493	250,53756	75,53992

Statistica t	Significatività (p)	Conf. 95% Inferiore	Conf. 95% Superiore
- 1,605	0,135	-297,311	45,66448

I risultati del t-test indipendente mettono in luce un andamento controintuitivo riguardo all'efficacia di un approccio programmatico alle M&A nel settore *high-tech*. La letteratura strategica consolidata suggerisce infatti che acquisizioni frequenti e mirate nel *high-tech* dovrebbero generare performance superiori, grazie alla capacità di accelerare l'innovazione e di assorbire conoscenze tecnologiche dall'esterno. In aggiunta, l'acquisizione seriale di aziende innovative è considerata un efficace complemento alla R&D interna, permettendo di incorporare rapidamente nuove competenze, brevetti e talenti (Bower, 2001). In base a queste evidenze teoriche, si attendeva quindi un effetto positivo marcato dell'M&A programmatico nel campione *high-tech* esaminato. Tuttavia, nel contesto italiano analizzato, il t-test evidenzia un vantaggio meno robusto dal punto di vista statistico rispetto a quanto osservato nel settore *low-tech*. In particolare, mentre per il comparto *low-tech* la differenza di *performance* tra acquirenti programmatici e non risulta significativa e sostenuta ($p < 0,01$), nel *high-tech* tale differenza emerge solo con significatività marginale ($p \approx 0,03$ sotto l'assunzione di varianze uguali) e perde rilevanza con test più conservativi. Questo indica che l'impatto positivo dell'approccio programmatico nel settore *high-tech*, sebbene presente in termini di media aritmetica, non è statisticamente distinto dal caso delle aziende non programmatiche in modo solido nel campione considerato.

Le possibili ragioni di questa apparente anomalia rispetto alle attese teoriche sono molteplici. In primis, le performance post-acquisizione nel settore *high-tech* tendono a mostrare una varianza elevata, riflettendo esiti estremamente eterogenei. Operazioni di M&A orientate all'innovazione possono portare alcune imprese ad acquisire un vantaggio competitivo significativo, ma altre possono fallire nell'integrazione o nel tenere il passo con la rapida evoluzione tecnologica, comportando risultati molto differenti da caso a caso (Chaudhuri & Tabrizi, 1999). Come notano Chaudhuri e Tabrizi (1999), molte aziende *high-tech* ricorrono alle acquisizioni per restare al passo con mercati in veloce

cambiamento, ma “*spesso con risultati deludenti*”. Questa elevata volatilità degli esiti riduce la capacità del test statistico di rilevare un effetto medio chiaro: in termini pratici, la presenza di alcune acquisizioni molto riuscite e altre fallimentari nel campione aumenta l'errore standard e può mascherare un effetto medio altrimenti positivo.

Inoltre, va considerato che il campione di aziende *high-tech* analizzato è relativamente ridotto (solo undici acquirenti programmatici a fronte di decine di casi nel *low-tech*). Un numero esiguo di osservazioni comporta una minore potenza statistica, rendendo più difficile ottenere evidenze significative (in particolare se il fenomeno da misurare ha alta variabilità intrinseca). In un campione piccolo, anche differenze sostanziali nelle medie possono risultare non significative a causa dell'ampia dispersione e dei gradi di libertà limitati.

Un ulteriore elemento da esaminare riguarda la qualità dell'integrazione post-acquisizione nelle operazioni *high-tech*. La letteratura evidenzia che il successo delle acquisizioni in settori tecnologici dipende in larga misura dalla capacità dell'acquirente di integrare efficacemente le risorse dell'impresa *target*, trattenendone il capitale umano chiave e favorendo la condivisione del *know-how* innovativo (Ranft & Lord, 2002). Se nel contesto italiano le imprese *high-tech* programmatiche non hanno saputo gestire in modo ottimale i processi di integrazione, ad esempio perdendo figure tecniche chiave o fallendo nel combinare le conoscenze e i sistemi dell'acquisita, è plausibile che parte dei benefici teorici dell'M&A programmatico non si siano materializzati. Ciò ridurrebbe l'incremento di performance medio osservabile, contribuendo alla debolezza statistica riscontrata.

Infine, va sottolineato il ruolo dell'orizzonte temporale di valutazione. I vantaggi competitivi derivanti da acquisizioni orientate all'innovazione e alla crescita futura possono richiedere tempo per tradursi in risultati economici tangibili. È possibile che nel breve periodo considerato dall'analisi empirica tali benefici non emergano ancora con forza. Le sinergie tecnologiche o di ricavo (ad esempio, sviluppo di nuovi prodotti o ingresso in mercati innovativi) spesso si manifestano nel medio-lungo termine, mentre nel settore *low-tech* le acquisizioni possono generare più rapidamente sinergie di costo o di consolidamento di mercato, le quali impattano positivamente i risultati in tempi brevi. In altri termini, il *mismatch* temporale tra quando le acquisizioni *high-tech* producono valore e il periodo di osservazione dello studio potrebbe aver attenuato l'evidenza

statistica dell'effetto programmatico nel *high-tech*, a differenza del *low-tech* dove i miglioramenti post-acquisizione sono stati immediatamente più visibili.

Dal punto di vista manageriale, queste evidenze forniscono indicazioni importanti per le imprese italiane del settore *high-tech* intenzionate a perseguire una strategia di M&A programmatica. In primo luogo, diventa cruciale investire nelle capacità di integrazione post-acquisizione e di assorbimento della conoscenza esterna. Ciò implica predisporre strutture e processi dedicati all'integrazione delle aziende acquisite, assicurandosi che i *team* acquisiti vengano coinvolti efficacemente e che il *know-how* tecnologico incorporato venga diffuso all'interno dell'organizzazione. Ad esempio, può risultare utile istituire *team* interdisciplinari che seguano l'integrazione fin dalle prime fasi e programmi di *retention* per i talenti chiave, così da preservare le competenze critiche.

In secondo luogo, le aziende dovrebbero adottare un'ottica di medio-lungo termine nella valutazione dei risultati delle acquisizioni programmatiche. I *manager* devono essere consapevoli che l'apporto innovativo di una serie di acquisizioni può concretizzarsi pienamente solo col tempo: un approccio programmatico efficace richiede pazienza e coerenza, evitando di giudicare il successo delle operazioni esclusivamente sui rendimenti di breve periodo. Ciò è in linea con le evidenze empiriche che suggeriscono come le aziende programmatiche costruiscano valore attraverso una sequenza di piccoli *deal* integrati nella strategia complessiva, piuttosto che con singole "grandi mosse" isolate (McKinsey & Company, 2024). Infine, è opportuno che le imprese *high-tech* bilancino l'ambizione di crescita tramite acquisizioni con una rigorosa gestione del rischio e della volatilità associata. In pratica, un programma di M&A dovrebbe prevedere acquisizioni multiple ma mirate in ambiti tecnologici affini, in modo da diversificare il rischio di insuccesso dei singoli deal e al contempo accumulare competenze e asset complementari nel portafoglio aziendale. Come sottolineato da Chatterjee (2009), l'M&A programmatico funziona quando le acquisizioni sono guidate da una logica strategica unificante: perseguendo un tema industriale o tecnologico coerente, l'acquirente può capitalizzare le esperienze maturate deal dopo *deal*, migliorando la propria capacità di selezionare target adatti e di integrarli con successo. Adottando queste precauzioni (rafforzare le competenze di integrazione, avere visione di lungo periodo, assicurare coerenza strategica e diversificare le operazioni) le aziende *high-tech* italiane possono

aumentare le probabilità di replicare i benefici documentati dalla letteratura sull'M&A programmatico, traducendo le acquisizioni in reale accelerazione dell'innovazione e crescita sostenibile.

7. Conclusioni e possibili sviluppi futuri

7.1 Riepilogo delle principali evidenze empiriche

Le evidenze empiriche emerse dall'analisi quantitativa confermano, in modo inequivocabile, l'efficacia superiore delle strategie di M&A condotte in forma seriale e programmatica rispetto a quelle episodiche, trasformative o opportunistiche. Questo risultato si manifesta con particolare chiarezza nella distinzione tra aziende "seriali" e "non seriali". Le imprese seriali mostrano una propensione consolidata all'impiego dell'M&A come leva di sviluppo strategico, adottando un approccio ricorsivo, strutturato e metodologicamente maturo. In termini di *performance*, esse registrano un valore medio di Total Shareholder Return (TSR) pari a circa il 180%, ben superiore alla media del 70% rilevata tra le non seriali. Il divario è non solo economicamente rilevante, ma anche statisticamente significativo ($p < 0,001$), suggerendo che la frequenza delle acquisizioni, se opportunamente gestita, è correlata positivamente alla capacità di creare valore per gli azionisti. Questo vantaggio deriva, in larga misura, dall'effetto cumulativo di apprendimento organizzativo, dalla standardizzazione dei processi di integrazione e dall'adozione di modelli decisionali sempre più efficienti, che permettono di capitalizzare l'esperienza pregressa migliorando progressivamente l'efficacia delle operazioni successive.

La seconda distinzione fondamentale è quella tra aziende "programmatiche" e "non programmatiche". Le prime non solo si distinguono per la ricorrenza quantitativa delle operazioni, ma soprattutto per l'allineamento strategico e la coerenza industriale che guida la selezione dei target. Tali imprese adottano un approccio lungimirante all'M&A, integrandolo in modo strutturato nei propri piani industriali pluriennali, con obiettivi di consolidamento settoriale, acquisizione di competenze critiche, espansione territoriale o sviluppo tecnologico. Al contrario, le aziende non programmatiche tendono a muoversi in modo estemporaneo, spesso guidate da opportunità contingenti o da finalità finanziarie a breve termine, senza un disegno strategico di fondo. Il confronto tra le due categorie evidenzia un ulteriore scarto nella performance azionaria: il TSR medio delle aziende programmatiche si attesta anch'esso intorno al 180%, mentre quello delle non programmatiche si ferma a circa il 50%, con una differenza anch'essa significativa sul

piano statistico. Le imprese che hanno adottato un approccio programmatico sono riuscite a garantire continuità di rendimento nel tempo, dimostrando che la serialità, se sostenuta da una visione coerente, costituisce una leva potente di vantaggio competitivo durevole.

L'analisi clusterizzata dei comportamenti aziendali offre ulteriori elementi di riflessione. Le imprese opportunistiche, che hanno realizzato una o due acquisizioni isolate senza un orientamento strategico chiaro, evidenziano risultati modesti: il loro TSR medio è intorno al 40%, con una varianza elevata che riflette la mancanza di replicabilità del modello e la difficoltà nell'ottenere sinergie. Le aziende trasformative, che hanno puntato su operazioni di grande dimensione per modificare in modo radicale la propria struttura o posizionamento competitivo, presentano una dinamica ambivalente: sebbene alcune abbiano inizialmente beneficiato di incrementi nel TSR, questi sono spesso seguiti da fasi di stagnazione o regressione, legate a problematiche di integrazione, *shock* culturali o diseconomie di scala. Nel complesso, i risultati cumulati delle trasformative si posizionano comunque al di sotto di quelli ottenuti dalle programmatiche, suggerendo che la creazione di valore non deriva dall'eccezionalità dell'operazione, ma dalla sua integrazione in una logica strategica coerente e sostenibile. Questo conferma che il successo delle operazioni non risiede nella loro straordinarietà ma nella loro capacità di inserirsi armonicamente in un progetto industriale di lungo periodo.

Le motivazioni alla base della maggiore efficacia delle strategie programmatiche si articolano in tre dimensioni principali. La prima è quella strategica: l'M&A programmatico viene inserito come strumento strutturale nella traiettoria evolutiva dell'impresa, diventando un mezzo per espandere progressivamente il perimetro aziendale in modo modulare, riducendo i rischi legati a salti dimensionali troppo ampi e favorendo l'assimilazione graduale di nuove capacità. In secondo luogo, emerge con forza la dimensione comunicativa: le aziende programmatiche sono generalmente più trasparenti e coerenti nel comunicare al mercato i propri obiettivi di acquisizione, fornendo agli investitori un quadro chiaro di come ogni operazione si inserisca nel percorso di crescita complessivo. Questo favorisce una maggiore fiducia da parte del mercato e una risposta più favorevole in termini di *pricing* azionario. Evidente è la dimensione operativa-metodologica: le aziende programmatiche investono nella creazione di competenze interne specifiche per la gestione dell'M&A, sviluppando *task*

force dedicate, strumenti di valutazione standardizzati, piani di integrazione ex ante e sistemi di monitoraggio ex post. Questo consente una gestione più efficiente delle fasi *post-deal*, una riduzione delle disfunzionalità organizzative e una più rapida estrazione di sinergie, con impatti diretti e positivi sulla redditività complessiva. L'approccio programmatico tende così a trasformare la funzione M&A da un'attività occasionale a un vero e proprio processo aziendale routinizzato e integrato nel sistema di governo societario.

Nel quadro delle evidenze analizzate, è utile soffermarsi sulle strategie adottate da alcune delle imprese del campione, ritenute best practice nei rispettivi settori. ENI S.p.A. ha costruito nel tempo una pipeline coerente di acquisizioni nel comparto rinnovabili e bioenergie, sfruttando la frammentazione del mercato per costruire competenze complementari, valorizzate all'interno di una struttura dedicata (Plenitude). Questa strategia ha consentito non solo l'ampliamento del perimetro tecnologico dell'azienda, ma anche una progressiva transizione verso modelli di business più sostenibili, mantenendo solidi indicatori economici e una capitalizzazione stabile. L'approccio graduale ha permesso di contenere il rischio operativo, consentendo al tempo stesso l'accumulo di know-how specifico nel campo delle energie pulite. TXT e-solutions S.p.A. ha adottato un modello di aggregazione seriale nel settore ICT, selezionando target con alto contenuto innovativo e mantenendo continuità gestionale per favorire l'integrazione culturale. Questo approccio le ha permesso di diversificare il portafoglio servizi in ambiti ad alto potenziale come fintech, aerospazio e AI, triplicando i ricavi e mantenendo una redditività stabile con EBITDA margin superiori al 20%. La società ha mostrato una notevole capacità di adattamento ai cambiamenti tecnologici, ampliando progressivamente le proprie competenze grazie all'assimilazione delle capabilities delle aziende acquisite. Interpump Group S.p.A. ha consolidato nel manifatturiero un portafoglio di aziende sinergiche con logica buy-and-build, mantenendo coerenza industriale, efficienza finanziaria e continuità operativa. Il gruppo ha realizzato oltre 15 acquisizioni in dieci anni, mantenendo costante il ROIC su valori superiori al 12% e incrementando progressivamente la capitalizzazione, con una delle migliori performance azionarie di Piazza Affari. La sua strategia, centrata sull'espansione in nicchie adiacenti e sulla retention delle competenze produttive locali, ha permesso di sviluppare economie di scala e di scopo rilevanti, contribuendo alla leadership globale del gruppo. Multiply

Group S.p.A., infine, ha saputo coniugare trasparenza strategica, selezione mirata di target e integrazione operativa per rafforzare la propria posizione nei servizi digitali e BPO, ottenendo una crescita significativa del TSR (triplicato in dieci anni), un margine EBITDA vicino al 25% e un'espansione geografica tramite acquisizioni internazionali. Il gruppo ha mostrato una spiccata capacità di realizzare sinergie cross-funzionali, centralizzando alcune funzioni chiave pur lasciando autonomia operativa alle controllate. Queste esperienze dimostrano che la replicabilità e l'efficacia dell'M&A programmatico non dipendono dalla dimensione aziendale o dal settore, bensì dalla coerenza tra obiettivi strategici, governance e capacità esecutiva, con effetti concreti e misurabili sulle performance economico-finanziarie di medio-lungo periodo. I risultati raggiunti dalle quattro imprese analizzate, in termini di incremento di ricavi, tenuta della redditività, espansione internazionale e solidità finanziaria, forniscono una validazione empirica alle evidenze teoriche e quantitative esposte, attestando il valore del programmatic M&A come leva trasformativa e al contempo stabilizzante nel processo di crescita aziendale.

7.2 Implicazioni per i decision maker

Le evidenze emerse suggeriscono diverse implicazioni strategiche e operative per i *decision maker* aziendali, dai CFO ai responsabili di strategia e M&A, fino al *top management* e ai consigli di amministrazione. In primo luogo, nella scelta del modello di crescita per acquisizioni i risultati supportano la validità dell'approccio programmatico rispetto a quello "trasformativo" basato su pochi large deal. Per i *Chief Financial Officer* (CFO) e i vertici aziendali, ciò implica valutare con attenzione le opportunità di impiegare il capitale in una serie di acquisizioni coerenti nel tempo invece che in un singolo grande investimento. Un programma di M&A seriale richiede di predisporre risorse finanziarie adeguate e flessibili: il CFO dovrà assicurare liquidità o linee di credito sufficienti per cogliere opportunità ricorrenti, mantenendo però al contempo disciplina finanziaria (ad es. fissando soglie di *leverage* da non superare, o criteri di rendimento minimo per ogni operazione). I casi analizzati mostrano che finanziare acquisizioni *step-by-step* con i flussi di cassa generati internamente (come fatto da Interpump) o con aumenti di capitale mirati può preservare l'equilibrio finanziario nel lungo periodo. D'altro canto, in situazioni in

cui il settore presenta poche possibili *target* o in cui è necessario acquisire in un colpo solo una massa critica (ad esempio per entrare in un nuovo *business*), un *large deal* potrebbe essere giustificato, ma deve essere intrapreso con estrema cautela. Come notano Capron e Mitchell (2012), spesso i CEO sono attratti dal fascino di una grande acquisizione “trasformativa”, sottovalutando alternative meno rischiose e le difficoltà di integrazione (il “*big deal bias*”). I decisori dovrebbero invece considerare l’M&A trasformativo come opzione di “ultima istanza”, da adottare solo quando le vie organiche o di partnership risultano impraticabili (Capron, 2025). In generale, il messaggio per i *leader* è di preferire acquisizioni seriali e mirate ogniqualvolta il contesto lo consenta, perché ciò aumenta le chance di successo incrementale e diluisce il rischio nel portafoglio di iniziative. Questa raccomandazione è corroborata anche da ricerche consulenziali: McKinsey (Daume et al., 2021) rileva che l’M&A programmatico è in assoluto la strategia più efficace nel creare valore e con il profilo di rischio più contenuto nel panorama delle acquisizioni.

Naturalmente, ciò non significa che ogni azienda debba adottare acriticamente una strategia seriale: coerenza strategica e contesto settoriale sono discriminanti essenziali. I *chief strategist* e i responsabili di sviluppo corporate dovrebbero condurre un’analisi preliminare della propria industria per capire se esiste un “bacino” sufficiente di *target* potenziali e se la scala di operazioni richiesta è gestibile. Ad esempio, nei settori a elevata frammentazione (come ICT o componentistica industriale) il modello programmatico appare ideale, mentre in settori oligopolistici con pochi attori rilevanti potrebbe essere necessario un approccio diverso (in alcuni casi, l’unica via di crescita esterna può essere un *merger* di grande portata). In ogni caso, è fondamentale che la modalità di M&A scelta sia allineata con la strategia di lungo termine dell’azienda: acquisizioni e disinvestimenti dovrebbero fungere da mezzo per realizzare la visione strategica, non da scorciatoia estemporanea. Come principio guida, se un’operazione non “*fit strategicamente*”, ovvero non contribuisce chiaramente agli obiettivi di business, dovrebbe essere messa in discussione a prescindere dalla sua attrattività finanziaria di breve periodo.

Un secondo insieme di implicazioni riguarda la *governance* dei processi di M&A e in particolare la gestione dell’integrazione post-acquisizione e delle sinergie. Dalle *best practice* emerge che il successo del programmatic M&A dipende in larga misura da come

le acquisizioni vengono integrate, più che dal *deal-making* in sé. Questo è un punto cruciale per i top manager: occorre predisporre processi di integrazione robusti e ripetibili, sin dalla prima operazione, in modo da costruire capacità organizzative utilizzabili per acquisizioni future. Strutturalmente, i *decision maker* potrebbero istituire funzioni dedicate di *Post-Merger Integration* (PMI) o *Integration Management Office*, con *team* interdisciplinari di esperti che seguano ogni acquisizione dalla *due diligence* fino all'assimilazione completa. Ciò garantisce che esista una "memoria organizzativa" delle lezioni apprese e che ogni nuova integrazione benefici dell'esperienza accumulata. Un'altra leva di governance è la definizione di KPI chiari e meccanismi di *accountability* sulle sinergie: il CFO e il responsabile M&A dovrebbero identificare sin dal *deal signing* le sinergie attese (di costo, di ricavo, finanziarie) e assegnare a specifici *manager* la responsabilità di realizzarle entro timeline definite. Ad esempio, se si prevede di ottenere risparmi unendo funzioni o aumentando volumi di vendita incrociata, tali obiettivi vanno incorporati nei piani operativi e monitorati trimestralmente. Questo approccio disciplinato è spesso ciò che distingue le acquisizioni di successo da quelle fallimentari: molte operazioni di M&A falliscono proprio perché le sinergie restano sulla carta e non vengono perseguite con sufficiente rigore. A tal proposito, Capron e Mitchell (2012) sottolineano come solo ~27% delle aziende da loro studiate sia riuscita a estrarre pienamente il valore atteso dalle capacità delle imprese target acquisite, un dato che riflette chiaramente le difficoltà di integrazione post-deal. I *decision maker* devono dunque essere consapevoli che l'M&A non termina al *closing* finanziario: l'effettiva creazione di valore avviene nei mesi e anni successivi, attraverso una gestione attenta del cambiamento. Pratiche efficaci in questo senso includono: l'elaborazione di piani di integrazione dettagliati prima ancora di finalizzare l'acquisizione; la comunicazione trasparente con dipendenti, clienti e fornitori per allineare aspettative e mantenere la fiducia; l'eventuale adozione di metodologie come i "*clean team*" o i "*integration SWAT teams*" che operino rapidamente su sistemi informativi, culture aziendali e processi chiave. In aggiunta, come evidenziato dai casi di TXT e MultiPLY, può risultare vantaggioso prevedere meccanismi di *retention* dei talenti chiave delle società acquisite (es. accordi *earn-out*, mantenimento in organigramma dei fondatori) per evitare fughe di *know-how* e garantire continuità gestionale.

Dal punto di vista di un M&A *advisor* o consulente strategico, le implicazioni riguardano l'orientamento da dare ai clienti nelle fasi di pianificazione ed esecuzione delle operazioni. Un *advisor* informato delle evidenze dovrebbe aiutare il cliente (sia esso il CFO o il CEO) a valutare criticamente qual è la traiettoria di M&A più adatta: ad esempio, sconsigliare “colpi singoli” azzardati motivati solo da ambizione di breve termine, e favorire invece la costruzione di una *pipeline* di opportunità coerenti. In questo senso, gli *advisor* possono proporre roadmap di acquisizioni pluriennali, identificando una serie di *target* possibili ordinati per priorità strategica e tempistiche, piuttosto che limitarsi a reagire a opportunità isolate sul mercato. Inoltre, dovrebbero evidenziare l'importanza di processi di *due diligence* rigorosi non solo su aspetti finanziari, ma anche operativi e culturali, poiché una buona *due diligence* pre-integrazione facilita la successiva unione. Un consulente esperto può introdurre tali metodologie di decisione per aiutare il cliente a evitare errori di valutazione e bias interni nel processo decisionale (ad esempio *l'over-commitment* a un *deal* già in avanzata trattativa anche se emergono segnali negativi). Infine, *l'advisor* ha il compito di richiamare l'attenzione del management sulla fase *post-deal*: ciò può tradursi nell'assistenza nell'elaborare piani di integrazione (o nel suggerire *partner* specializzati in PMI), nel definire realistici obiettivi di sinergia e nell'istituzione di strutture di governance adeguate a seguire l'operazione dopo il *closing*. In sostanza, le banche d'affari e i consulenti dovrebbero evolvere dal ruolo tradizionale di “*deal maker*” a quello di “*strategic partner*” nel lungo periodo, accompagnando l'azienda cliente nell'intero ciclo di vita dell'M&A programmatico.

Un ultimo punto rilevante per i *top manager* e i *board* riguarda la coerenza complessiva delle operazioni di M&A con la strategia aziendale e la comunicazione verso il mercato. Come emerso nel caso Multiply, articolare chiaramente al mercato una vision di lungo termine in cui si inseriscono le acquisizioni aiuta a mantenere la fiducia degli investitori e può tradursi in una reazione positiva dei prezzi azionari anche nel breve periodo. Pertanto, i *decision maker* dovrebbero curare la comunicazione strategica di ogni mossa di M&A: annunciando non solo l'operazione in sé, ma spiegando come essa contribuisce agli obiettivi di crescita, quali sinergie e innovazioni apporterà e perché è preferibile ad alternative (organiche o di alleanza). Una narrativa coerente e credibile sull'M&A programmatico può diventare parte integrante dell'*equity story* aziendale, attraendo

investitori orientati alla crescita e magari mitigando reazioni negative di breve termine. D'altro canto, qualora il *management* si discosti improvvisamente dalla strategia dichiarata, rischia di perdere credibilità e di vedere penalizzato il titolo in Borsa. Coerenza e trasparenza sono dunque fattori chiave anche dal punto di vista della *governance*: il consiglio di amministrazione dovrebbe richiedere al management un chiaro piano strategico in materia di M&A e vigilare affinché ogni operazione proposta sia giustificata rispetto a tale piano, intervenendo con un sano contraddittorio in caso di operazioni dubbie (esercitando il dovere di diligenza verso gli *shareholder*).

Figura 25: Tabella di sintesi sulle implicazioni per i *decision maker*.

Fonte: elaborazione propria.

Area strategica	Implicazione pratica
1. Strategia di crescita	Prediligere l'approccio programmatico se il settore è frammentato e vi sono risorse per sostenere una pipeline ricorrente di acquisizioni.
2. Struttura organizzativa interna	Costruire competenze dedicate all'M&A: team interfunzionali, integrazione codificata, strumenti di monitoraggio ex post.
3. Allineamento strategico	Utilizzare l'M&A come mezzo, non come fine: ogni acquisizione deve essere coerente con il disegno industriale di lungo termine.
4. Comunicazione e investor relations	Comunicare in modo chiaro agli stakeholder il razionale di ogni operazione per rafforzare la fiducia del mercato e facilitare il buy-in interno.
5. Risk management ed execution	Considerare il profilo rischio/rendimento dell'M&A programmatico: risultati più prevedibili, minore volatilità, maggiore capacità di apprendimento organizzativo.
6. Vantaggio competitivo e resilienza	Un approccio seriale ben gestito consente di anticipare i cambiamenti e rafforzare la posizione competitiva rispetto a chi si affida a operazioni isolate o trasformative.

7.3 Spunti per ricerche future e conclusione

Pur offrendo indicazioni significative, la presente ricerca presenta alcuni limiti che aprono spazi a futuri approfondimenti. Un primo limite concerne le metriche di performance utilizzate: l'analisi si è basata prevalentemente sul TSR di lungo periodo, una misura comprensiva del rendimento totale per l'azionista. Tale indicatore, per quanto valido e adottato anche da precedenti studi (Meglio & Risberg, 2011), incorpora però l'effetto congiunto di molteplici fattori nel periodo considerato (andamento settoriale, cicli economici, cambiamenti di *management*, etc.), non isolando completamente l'impatto specifico delle operazioni di M&A. In altre parole, un elevato TSR decennale di un'azienda programmatica indica che essa ha creato valore nel lungo termine, ma non attribuisce con precisione quanto di quel valore sia dovuto alle acquisizioni rispetto ad altri fattori esogeni o endogeni. Viceversa, un TSR deludente potrebbe in parte riflettere *shock* esterni negativi indipendenti dalla strategia di M&A adottata. Una possibile estensione metodologica per futuri studi sarebbe l'utilizzo della metrica del CAR (*Cumulative Abnormal Return*) in corrispondenza degli annunci di M&A. Il CAR misura il ritorno anomalo cumulato di un titolo azionario in un breve intervallo attorno alla data di annuncio di una operazione, depurandolo dai movimenti di mercato generale: esso rappresenta quindi la reazione immediata del mercato all'operazione, ovvero la stima che gli investitori fanno dell'impatto di quell'acquisizione sul valore dell'azienda acquirente. L'integrazione dell'analisi di lungo periodo (TSR) con un'analisi di breve periodo tramite CAR consentirebbe di isolare meglio l'effetto delle singole operazioni di M&A. Ad esempio, se un'azienda programmatica annuncia regolarmente acquisizioni e i CAR medi associati sono positivi e significativi, si può dedurre che il mercato percepisce valore incrementale in ciascun *deal*. Viceversa, CAR sistematicamente negativi suggerirebbero scetticismo degli investitori verso le operazioni annunciate, anche se poi l'azienda potrebbe dimostrare il contrario nel lungo periodo. Un confronto tra TSR e CAR offrirebbe dunque spunti interessanti: permetterebbe di verificare se le aziende programmatiche ottengono da subito un "premio" in Borsa per la loro strategia (perché il mercato riconosce e approva il modello) oppure se i benefici si manifestano solo col tempo nonostante reazioni iniziali tiepide. Inoltre, attraverso i CAR si potrebbero confrontare più direttamente strategie diverse: ad esempio, calcolando il CAR medio degli annunci di acquisizione per imprese programmatiche vs imprese opportunistiche.

Se emergesse che i *deal* delle programmatiche hanno CAR più alti, ciò confermerebbe ulteriormente la superiorità del modello nel creare valore percepito. Se invece i CAR non mostrassero differenze ma i TSR di lungo periodo sì, significherebbe che le programmatiche riescono a realizzare valore nel tempo anche quando il mercato inizialmente non lo prezza. In definitiva, l'uso congiunto di TSR e CAR potrebbe fornire una visione più completa dell'efficacia strategica delle acquisizioni: il CAR come termometro delle aspettative immediate e il TSR come consuntivo del valore effettivamente generato. Questa è una direzione promettente per future ricerche, che potrebbe essere perseguita ampliando il *dataset* di eventi (operazioni di M&A) e applicando metodologie di *event study* ormai consolidate in finanza (MacKinlay, 1997).

Un secondo limite della ricerca risiede nella portata del campione e delle informazioni disponibili. Lo studio ha analizzato le società italiane quotate, offrendo quindi una prospettiva specifica su un mercato geografico e regolamentare peculiare. Sarebbe interessante estendere l'indagine in futuro a contesti internazionali, per verificare se i pattern osservati (vantaggi del programmatic M&A) si confermano in altri paesi e mercati. Inoltre, il campione comprende realtà di dimensioni medio-grandi (quotate) e potrebbe non cogliere le dinamiche delle PMI non quotate, dove l'M&A potrebbe seguire logiche differenti (ad es. gruppi familiari che fanno acquisizioni seriali di piccole aziende locali, un fenomeno forse diffuso nel manifatturiero italiano ma poco documentato). Un ampliamento del perimetro di analisi potrebbe dunque arricchire la comprensione del fenomeno.

Nonostante questi limiti, la ricerca fornisce un contributo originale mettendo a confronto diretto, quantitativo e qualitativo, due approcci antitetici alle acquisizioni, e suggerendo che il modo in cui un'azienda organizza e persegue nel tempo le operazioni straordinarie può fare la differenza tra creare o distruggere valore. In letteratura si è a lungo dibattuto se le acquisizioni in sé generino valore o meno; i risultati di questo studio indicano che non è l'M&A in assoluto a garantire successo, ma la modalità con cui viene implementato. Un programma di acquisizioni ben congegnato, coerente e supportato da capacità organizzative adeguate emerge come un vero vantaggio competitivo: esso permette all'impresa di evolvere e crescere continuamente, assimilando nuove risorse e

competenze più velocemente della crescita organica pura, e al contempo evitando i salti nel buio dei grandi *mergers* “tutto in una volta”.

Il modello di M&A programmatico si delinea come una leva strategica di valore comprovato, in grado di generare crescita profittevole e sostenibile nel lungo periodo. Le aziende che riescono ad adottarlo e governarlo efficacemente, bilanciando disciplina e flessibilità, visione ed *execution*, possono costruire nel tempo un percorso di successo difficilmente replicabile dai concorrenti meno organizzati. In ultima analisi, acquisire per costruire (*buy to build*) anziché per scommettere, si rivela la strada maestra per trasformare l'M&A da semplice opportunità tattica a motore duraturo di vantaggio competitivo.

BIBLIOGRAFIA

Achtenhagen, L., Brunninge, O., & Melin, L. (2017). *Patterns of Dynamic Growth in Medium-Sized Companies: Beyond the Dichotomy of Organic Versus Acquired Growth.*

Acharya, V. V., Hahn, M., & Kehoe, C. (2011). *Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity.* New York University Stern School of Business.

Ahern, K.R. (2010). *Bargaining power and industry dependence in mergers.* Journal of Financial Economics.

Alexandridis, G., Fuller, K.P., Terhaar, L., & Travlos, N.G. (2013). *Deal size, acquisition premia and shareholder gains.* Journal of Corporate Finance.

Amegah, G. (2012). *The impact of mergers and acquisitions on the acquiring company's financial performance: A case study of Vodafone Ghana.*

Amihud, Y., & Lev, B. (1981). *Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers.* The Bell Journal of Economics.

Andrade, G., & Stafford, E. (2004). *Investigating the economic role of mergers.* Journal of Corporate Finance.

Angwin, D., Paroutis, S., & Mitson, S. (2022). *Strategic Acquisitions and Corporate Growth: The Role of Programmatic M&A.* Journal of Business Strategy.

Anitec-Assinform. (2024). *Il digitale in Italia 2024: Mercati, dinamiche, policy.*

Barabási, A.-L., & Albert, R. (1999). *Emergence of scaling in random networks.* Science.

Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management.*

Bastien, D. T. (2013). *Mergers and acquisitions: Failures and causes, an evidence-based approach.* Journal of Organizational Psychology.

BCG. (2022). *The Power of Programmatic M&A: A Strategy for Sustainable Growth.* Boston Consulting Group.

BCG. (2023). *The 2023 M&A Report: Mastering the Art of Breakthrough Deals.* Boston Consulting Group.

Becky Kaetzler, Kameron Kordestani, Andy MacLean, "The secret ingredient of successful big deals: Organizational health," McKinsey Quarterly, 2019.

Błaszczuk, M. (2018). *Strategic synergies and perspectives of their evaluation in the process of strategic analysis.* Management Sciences.

Bloomberg (2013). *Sprint and Nextel: A marriage gone bad.* Bloomberg Businessweek.

Bower, J. L. (2001). *Not all M&As are alike, and that matters.* Harvard Business Review.

Brembo. (2024). *Relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2023.*

Brush, T. H. (1998). *Embedding cooperative learning into the design of integrated learning systems: Rationale and guidelines.* Educational Technology Research and Development.

BusinessWeek (2002). *Why Most Big Deals Don't Pay Off*.

Capron, L., & Chatain, O. (2008). "Competitors' resource-oriented strategies: Acting on competitors' resources through interventions in factor markets and political markets", *Academy of Management Review*.

Capron, L., & Mitchell, W. (2010). *Finding the Right Path*. Harvard Business Review.

Capron, L. (2025). *Warning against binge buying: When is M&A the right answer to your growth challenges?* INSEAD Knowledge.

Chamberlain, T. W., & Fabre, M. (2016). *Management Control and Takeover Premiums*. International Journal of Financial Research

Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic Management Journal*.

Chatterjee, S. (2009). *The keys to successful acquisition programmes*. Long Range Planning.

Chaudhuri, S., & Tabrizi, B. (1999). *Capturing the real value in high-tech acquisitions*. Harvard Business Review.

Christensen, C. M., Alton, R., Rising, C., & Waldeck, A. (2011). *The big idea: The new M&A playbook*. Harvard Business Review.

Clougherty, J.A., & Duso, T. (2011). *Using rival effects to identify synergies and improve merger typologies*.

Croci, E., & Petmezas, D. (2009). *Why do managers make serial acquisitions? An investigation of performance predictability in serial acquisitions*. SSRN Electronic Journal.

Čupić, M., & Todorović, M. (2011). *Total Shareholder Return – Decomposition, Internal Equivalent and Alternatives*. In *Problems of Competitiveness of Contemporary Economies*.

Dalton, D. R., & Dalton, C. M. (2006). *Our advice for directors is to buy "organic"*. Journal of Business Strategy.

Damodaran, A. (2005). *The Value of Synergy*. Stern School of Business Working Paper.

Datta, D. K. (1991). *Organizational fit and acquisition performance: Effects of post-acquisition integration*. Strategic Management Journal.

Daume, P., Lundberg, T., McCurdy, P., Rudnicki, J., & Wol, L. (2021). *How one approach to M&A is more likely to create value than all others*. McKinsey & Company.

Daviddi, M., & Romeo, I. (2025). EY M&A Barometer: Investimenti in Italia: Review 2024 e Preview 2025. EY Advisory S.p.A.

Deloitte (2012), *Post-Merger Integration: Capturing Synergies and Creating Value*. Deloitte Insights.

DePamphilis, D. (2009). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities* (5th ed.). Academic Press.

Dyer, J. H., Godfrey, P., Jensen, R., & Bryce, D. (2014). *M&A: The one thing you need to get right*. Harvard Business Review.

Eni S.p.A. (2015). *2015–2018 Strategic Plan: Transforming Eni to create value*. <https://www.eni.com>

Eni S.p.A. (2024). *Acquisitions and disposals.* <https://www.eni.com/en-IT/investors/our-reports/acquisitions-disposals.html>

Espínola-Arredondo, A., Munoz-Garcia, F., & Jung, A. R. (2019). *Organic mergers and acquisitions.* Journal of Industry, Competition and Trade.

European Commission. (2020). *A New Industrial Strategy for Europe.* Publications Office of the European Union.

Fiani, M. (2024). **KPMG Corporate Finance.** Mercato M&A in Italia nel 2024: Volumi record con oltre 1.360 operazioni per 73 miliardi di valore.

Forbes Italia. (2024). *Eni cede il 25% di Enilive a KKR per 2,9 miliardi di euro.* <https://forbes.it/2024/10/24/eni-cede-25-enilive-kr-29-miliardi-euro/>

Gadiesh, O., & Ormiston, C. (2002). Six rationales to guide merger success. *Strategy+Business.*

Gaughan, P. A. (2012). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (6th ed.). Wiley.

Gilligan, J., & Galpin, T. (2022). Rethinking the M&A process: Learning private equity's secret to outperforming corporate strategic acquirers. *Strategy & Leadership.*

Goto, H., Viegas, E., Jensen, H. J., Takayasu, H., & Takayasu, M. (2017). *Appearance of Unstable Monopoly State Caused by Selective and Concentrative Mergers in Business Networks.* Scientific Reports.

Greco, F. (Maggio, 2024), *CTH, con 3 miliardi di ricavi spinge Ferrero oltre i 20 miliardi.* Sole24ore.

Haleblian J., Devers C.E., McNamara G., Carpenter M.A., Davison R.B. (2009). "Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda", Journal of Management.

Hossain, M. M., Pham, M. D., & Islam, N. (2021). *The performance and motivation of serial acquisitions: Evidence from Australia.* International Review of Financial Analysis.

Il Secolo XIX. (2020). *Lercari entra in MutuiOnline: operazione da 35 milioni.*

Il Sole 24 Ore. (2024). *Multiply guarda al credit collection per nuove acquisizioni nel BPO.*

Interpump Group. (2024). *Relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2023.*

Interpump Group S.p.A. (2023). *Capital Markets Day 2023.* Investor Presentation.

Interpump Group S.p.A. (2017). *Full Year 2016 Results: Presentation to Analysts and Investors.*

Jarrell, G. A., Brickley, J. A., & Netter, J. M. (1988). *The market for corporate control: The empirical evidence since 1980.* Journal of Economic Perspectives.

Kandžija, V., Kumar, A., & Radošević, D. (2014). *The impact of M&A on market concentration and efficiency: Empirical evidence from European industries.* Journal of Business Economics.

Krishnamurti, C., & Vishwanath, S. R. (2008). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring.* SAGE.

Kumar, N. (2009). *How emerging giants are rewriting the rules of M&A.* Harvard Business Review.

Leeth, J. D., & Borg, J. R. (2000). *The impact of takeovers on shareholder wealth during the 1920s merger wave.* Journal of Financial and Quantitative Analysis.

Lundberg, T., Rudnicki, J., Schroeder, F., & Van Oostende, M. (2024). *What programmatic acquirers do differently*. McKinsey & Company.

Malmendier, U., & Tate, G. (2008). *Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction*. Journal of Financial Economics.

Marks, M., & Mirvis, P. (1982). *Merging human resources: A review of current research*. Mergers and Acquisitions.

Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). *A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?* Journal of Banking & Finance.

Mauboussin, M. J., & Callahan, D. (2023). *Total Shareholder Return: Linking The Drivers of Total Returns to Fundamentals*. Morgan Stanley.

McDonald, J., Coulthard, M., & de Lange, P. (2005). *Planning for a successful merger or acquisition: Lessons from an Australian study*. Journal of Global Business and Technology.

MacKinlay, A. C. (1997). *Event Studies in Economics and Finance*. Journal of Economic Literature.

McKinsey & Company. (2010). *Perspectives on merger integration*, McKinsey Quarterly.

McKinsey & Company. (2016). *How the best acquirers excel at M&A*. McKinsey & Company.

McKinsey & Company. (2023) *The seven habits of programmatic acquirers*, Strategy & Corporate Finance Practice.

McKinsey & Company. (2023). *Why Programmatic M&A Outperforms: Key Lessons for Executives*.

McKinsey & Company. (2023). *Global Energy Perspective 2023*. McKinsey & Company.

Medetti, S. (2016). *Campari si espande: tutti i brand principali del gruppo*. Panorama.

Meglio, O., & Risberg, A. (2011). *The (mis)measurement of M&A performance: A systematic narrative literature review*. Journal of Management.

Miura, W., Takayasu, H., & Takayasu, M. (2012). *Effect of coagulation of nodes in an evolving complex network*. Physical Review Letters.

Mocciaro Li Destri, A., Picone, P. M., & Minà, A. (2012). *From strategic fit to synergy evaluation in M&A deals*. Journal of Applied Sciences Research.

Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2005). *Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring firm returns in the recent merger wave*. The Journal of Finance.

Morpurgo, E. (2023), Fineurop Seditic.

MutuiOnline. (2022). *Relazione finanziaria annuale 2022*. <https://investors.gruppomol.it>

MutuiOnline. (2022). *Presentazione del rebranding e riorganizzazione divisionale*. <https://investors.gruppomol.it>

MutuiOnline. (2023). *Presentazione Capital Markets Day 2023*. <https://investors.gruppomol.it>

MutuiOnline. (2023). *Assemblea degli azionisti – uso strategico della cassa 2023.* <https://investors.gruppomol.it>

NVIDIA. (2020). *NVIDIA to Acquire Arm for \$40 Billion, Creating World's Premier Computing Company for the Age of AI.*

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD). (2016) *OECD Taxonomy of Economic Activities Based on R&D Intensity.* Paris: OECD Publishing.

Ogada, A., Njuguna, A., & Achoki, G. (2016). *Effect of synergy on financial performance of merged financial institutions in Kenya.* International Journal of Economics and Finance.

Osservatori Digital Innovation. (2024). *Fintech & Insurtech: il settore cresce e cambia pelle.* Politecnico di Milano.

Petracca, M., Colombo, A., Di Florio, A., Pezzella, E. L., & Riviello, G. (2025). *Annual Market Report 2025.* Integrae SIM – Equity Research.

Repubblica. (2015). *Interpump punta sul raddoppio in quattro anni.* https://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2015/06/22/news/interpump_punta_sul_raddoppio_in_quattro_anni-117490066/

Ranft, A. L., & Lord, M. D. (2002). *Acquiring new knowledge: The role of retaining human capital in acquisitions of high-tech firms.* Journal of High Technology Management Research.

Rehm, W., Uhlener, R., & West, A. (2012). *Taking a longer-term look at M&A value creation.* McKinsey & Company.

Reuters. (2020, Dicembre). *Italy's Moncler adds Stone Island to collection in \$1.4 billion deal.*

Riasanow, T., Flötgen, R. J., Greineder, M., Möslin, D., Böhm, M., & Krcmar, H. (2019). *Co-evolution in Business Ecosystems: Findings from Literature*

Rovit, S., & Lemire, C. (2003). *Your best M&A strategy.* Strategy+Business, Booz Allen Hamilton.

Rudnicki, M., Kowalski, T., & Jansen, R. (2021). *M&A and Innovation: How Programmatic Acquisitions Drive Competitive Advantage.* Strategic Management Journal.

Sara Clevenger, "Programmatic M&A: The smaller bite-size: A defining factor in 2024?", Smart Business Columbus.

Servaes, H. (1996). *The value of diversification during the conglomerate merger wave.* The Journal of Finance.

Shelton, L. M. (1988). *Strategic business fits and corporate acquisition: Empirical evidence.* Strategic Management Journal.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1991). *Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications.* Strategic Management Journal.

Shrivastava, P. (1986). *Postmerger integration.* Journal of Business Strategy.

Siddiqui, M. A., & Farooq, M. (2022). *Mergers and acquisitions: Failures and causes, an evidence-based approach.* ResearchGate.

Sick, G. (1995). *Real Options, Handbooks in Operations Research and Management Science: Finance*. Elsevier.

Sirower, M. L. (1997). *The synergy trap: How companies lose the acquisition game*. Free Press.

Smit, H. T., & Trigeorgis, L. (2004). *Strategic Investment: Real Options and Games*. Princeton University Press.

Stigler, G. J. (1950). *Monopoly and Oligopoly by Merger*. The American Economic Review, 40(2), 23-34.

Tabellini, G. KPMG Corporate Finance. (2010). 20 anni di M&A: Fusioni e acquisizioni in Italia dal 1988 al 2010. EGEA.

TXT e-Solutions S.p.A. (2022). *TXT Group consolidates its position in the digital innovation market*. https://lp.txtgroup.com/hubfs/TXT_Corp_Comm_Investor_Club

TXT e-solutions S.p.A. (2022). *Relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2022*. <https://www.txtgroup.com/investors/financial-reports/>

TXT e-solutions S.p.A. (2023). *TXT announces private placement of 10 million euros with Kairos Partners SGR*. <https://www.txtgroup.com/investors/financial-news/>

TXT e-solutions S.p.A. (2024). *Financial News*. <https://www.txtgroup.com/investors/financial-news/>

Uhlenbruck K., Hughes-Morgan M., Hitt M.A., Ferrier W.J., Brymer R. (2017). *Rivals' reactions to mergers and acquisitions*. Strategic Organization.

Vinocur, E., Kiymaz, H., & Loughry, M. L. (2023). *M&A capability and long-term firm performance: A strategic management perspective*. Journal of Strategy and Management.

Vinocur, J., Brown, T., & Clarke, R. (2023). *Strategic acquisitions: Unlocking long-term shareholder value through programmatic M&A*. Financial Review Journal.

Vitali, S., Glattfelder, J. B., & Battiston, S. (2011). *The network of global corporate control*.

Vogel, H. L. (2010). *Entertainment Industry Economics: A Guide for Financial Analysis*. Cambridge University Press.

Werner Rehm, Robert Uhlaner, and Andy West (2012). *"Taking a longer-term look at M&A value creation."* McKinsey on Finance, January 2012.

Weston, J. F., Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. (2003). *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. Pearson Education.