



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

I processi di fusione e acquisizione:
caratteristiche delle imprese coinvolte ed effetti sulla loro performance

di Irene Di Marzio e Sara Pinoli

Luglio 2026

Numero

1045



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

I processi di fusione e acquisizione:
caratteristiche delle imprese coinvolte ed effetti sulla loro performance

di Irene Di Marzio e Sara Pinoli

La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.

La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.

I PROCESSI DI FUSIONE E ACQUISIZIONE: CARATTERISTICHE DELLE IMPRESE COINVOLTE ED EFFETTI SULLA LORO PERFORMANCE

di Irene Di Marzio* e Sara Pinoli**

Sommario

Le operazioni di fusione e acquisizione tra imprese (M&A) rappresentano un canale rilevante di ristrutturazione del sistema produttivo, con potenziali implicazioni sulla crescita dimensionale, sull'efficienza allocativa, sulla distribuzione del potere di mercato e sulla tutela dell'interesse pubblico. Questo lavoro, sulla base dei dati delle Camere di Commercio e di Moody's Orbis, censisce le operazioni di M&A in Italia e negli altri principali paesi dell'Unione Europea, descrive le caratteristiche delle imprese coinvolte ed esamina gli effetti delle M&A sulla loro performance. I principali risultati mostrano che nell'ultimo decennio in Italia si sono registrate circa 6.000 operazioni all'anno, con una dinamica crescente nell'ultimo quinquennio. Le M&A hanno coinvolto prevalentemente le imprese a più alto contenuto tecnologico, sia nella manifattura sia nei servizi, e hanno favorito il consolidamento del sistema produttivo. Nei cinque anni successivi all'operazione, l'occupazione dell'impresa consolidata è circa il 4 per cento inferiore rispetto a quella che si sarebbe osservata in assenza dell'operazione. Tale evidenza è in parte riconducibile a cessioni e scorpori di rami d'azienda, coerenti con processi di riorganizzazione produttiva. L'impatto delle operazioni di M&A varia in funzione del contesto competitivo: nei settori meno esposti alla concorrenza internazionale si osserva anche un aumento del potere di mercato, mentre nei settori tradable non ci sono effetti significativi.

Classificazione JEL: G34, L25, L40.

Parole chiavi: fusioni e acquisizioni, performance d'impresa, potere di mercato, concorrenza.

DOI: 10.32057/0.QEF.2026.1045

* Banca d'Italia, Servizio Struttura economica, Divisione Economia e Diritto.

** Banca d'Italia, Sede di Milano, Divisione Analisi e Ricerca Economica Territoriale.

1. Introduzione e principali conclusioni¹

Le operazioni di fusione e acquisizione tra imprese (*mergers and acquisitions*, di seguito M&A) possono riflettere la ricerca di sinergie, l'adattamento a shock tecnologici o regolatori, strategie di integrazione della filiera e, in alcuni casi, obiettivi di consolidamento del potere di mercato, con effetti eterogenei sulle imprese coinvolte. Per questo motivo, l'analisi delle M&A è centrale sia per comprendere l'evoluzione della struttura produttiva sia per valutare possibili implicazioni in termini di efficienza allocativa e di interesse pubblico.

Gran parte della letteratura empirica sulle operazioni di fusione e acquisizione si concentra sul contesto statunitense, mentre l'evidenza per altri contesti istituzionali e geografici risulta più limitata e frammentata (cfr. Sezione 2). A nostra conoscenza, questo è il primo studio empirico sugli effetti delle operazioni di M&A nel contesto italiano.

Questo lavoro sfrutta le informazioni delle Camere di Commercio per costruire una base dati di natura amministrativa che consente di osservare in modo estensivo le operazioni di fusione e acquisizione tra imprese italiane. Tale analisi è stata inoltre integrata da quella dei dati di Moody's Orbis, una delle fonti più utilizzate a livello internazionale negli studi empirici sulle M&A, che consentono di estendere l'analisi agli altri principali paesi europei. Le due fonti si completano a vicenda: i dati di Infocamere garantiscono una copertura più ampia delle operazioni nazionali, includendo quelle tra imprese di piccola scala, mentre i dati di Orbis, sebbene limitati alle operazioni di maggior rilievo economico, consentono di osservare anche le operazioni transfrontaliere e di effettuare confronti internazionali.

Secondo i dati di Infocamere, tra il 2014 e il 2024 sono state registrate in Italia circa 6.000 operazioni di M&A all'anno. Le M&A coinvolgono prevalentemente le imprese a più alto contenuto tecnologico, sia nella manifattura sia nei servizi; per le imprese ad alta intensità di conoscenza dei servizi, questa tendenza si è accentuata nel tempo. Le operazioni di M&A hanno inoltre contribuito al consolidamento dimensionale del tessuto produttivo italiano dell'ultimo quinquennio: tra le imprese che sono diventate grandi tra il 2019 e il 2023, quasi un quinto è stato interessato da operazioni di fusione e acquisizione.

Secondo i dati Orbis, le operazioni di M&A risultano essere meno frequenti in Italia rispetto agli altri maggiori paesi europei; questa differenza si attenua sensibilmente considerando solo le imprese con fatturato superiore a 10 milioni di euro, per cui la rappresentatività di Orbis è migliore. Sia in Italia sia negli altri paesi europei considerati le imprese target sono prevalentemente di dimensione medio-piccola e operano nel settore dei servizi, in particolar modo nei comparti ad alto contenuto tecnologico. Acquirenti e acquisite hanno uguale nazionalità nei due terzi delle operazioni censite e svolgono lo stesso tipo di attività economica in oltre la metà dei casi. Le target italiane si distinguono per una migliore redditività di partenza e un minor indebitamento rispetto alle target degli altri paesi.

La disponibilità di dati amministrativi longitudinali consente inoltre di analizzare gli effetti delle operazioni di M&A sulle imprese coinvolte. Il lavoro, in particolare, studia

¹ Si ringraziano Federico Cingano, Sauro Mocetti e Antonio Accetturo per i preziosi consigli. Le opinioni espresse sono personali e non impegnano l'istituto di appartenenza.

l'evoluzione della performance dell'impresa risultante dall'aggregazione tra acquirente e target, confrontandone l'andamento con quello di un gruppo di imprese non coinvolte in operazioni di M&A. Sebbene la somma di due o più entità giuridiche precedentemente distinte comporti meccanicamente un incremento della dimensione media d'impresa, la nuova entità giuridica può dar seguito a operazioni di razionalizzazione della struttura produttiva.

In media, nel periodo precedente l'operazione di M&A, sia l'impresa acquirente sia il target registrano una crescita dell'occupazione. Nei cinque anni successivi all'operazione, l'occupazione dell'impresa consolidata cresce ulteriormente, di oltre un quarto rispetto all'anno precedente l'evento. La dinamica dell'impresa consolidata risulta tuttavia più contenuta rispetto allo scenario controfattuale, definito sia come proiezione del tasso di crescita precedente l'operazione sia confrontando l'andamento dell'impresa consolidata con quello di un gruppo di imprese non coinvolte in operazioni di M&A. Secondo le nostre stime, nella media dei cinque anni successivi all'operazione di M&A, l'occupazione dell'impresa consolidata si riduce del 4 per cento e il fatturato del 5 per cento rispetto a quanto sarebbe avvenuto in assenza dell'operazione. Questi risultati sono in parte attribuibili a cessioni e scorpori di rami di azienda, operazioni che sono più frequenti tra le imprese coinvolte in fusioni ed acquisizioni, e in particolare nell'anno in cui avvengono tali eventi.

Infine, l'analisi documenta una rilevante eterogeneità degli effetti in funzione delle caratteristiche delle operazioni. In particolare, le dinamiche di riduzione della scala operativa e di miglioramento delle performance risultano concentrate nelle M&A che coinvolgono un'acquirente appartenente a settori *non-tradable*, mentre le aggregazioni in cui l'acquirente opera in mercati esposti a concorrenza internazionale non mostrano effetti significativi sulle principali variabili considerate. Gli effetti delle M&A appaiono quindi eterogenei in funzione, almeno indirettamente, della dimensione del mercato di riferimento. Per le operazioni in settori *non-tradable*, si osserva anche un aumento del potere di mercato delle imprese coinvolte in M&A. Questa evidenza è coerente con l'idea che le operazioni di M&A possano riflettere processi di riorganizzazione e consolidamento del mercato locale, con potenziali effetti sulla sua struttura e sul grado di concorrenza.

Nel complesso, le evidenze indicano che le operazioni di M&A contribuiscono in modo rilevante al consolidamento dimensionale del sistema produttivo, rappresentando un canale importante di crescita della dimensione media d'impresa. Al tempo stesso, i risultati suggeriscono che le M&A non costituiscono un fenomeno omogeneo e che richiedono un'analisi che tenga conto delle caratteristiche delle operazioni e dei contesti in cui esse si realizzano.

2. L'evidenza empirica sulle M&A nella letteratura

Le operazioni di fusione e acquisizione rispondono a diverse motivazioni economiche e strategiche (Andrade et al., 2001). Possono riflettere la ricerca di sinergie operative e finanziarie, che spingono le imprese a combinare risorse, capacità produttive o strutture finanziarie per ottenere economie di scala e di scopo, riduzione dei costi e aumenti di efficienza (Bradley et al., 1988; Healy et al., 1992). Possono servire a reagire a shock tecnologici, regolatori o settoriali, che modificano la struttura competitiva dei mercati e favoriscono processi di riorganizzazione

industriale (Gort, 1969; Mitchell & Mulherin, 1996; Harford, 2005). Le M&A possono inoltre riflettere obiettivi di espansione strategica e diversificazione, finalizzati ad accrescere la scala produttiva, entrare in nuovi mercati o consolidare la posizione competitiva, anche attraverso il controllo di quote di mercato (Trautwein, 1990; Maksimovic & Phillips, 2001; Farrell & Shapiro, 2001; Blonigen & Pierce, 2016). Infine, possono rappresentare uno strumento di accesso o controllo dell'innovazione, volto ad acquisire competenze tecnologiche o a integrare attività di ricerca e sviluppo (Cunningham et al., 2021).

Nel complesso, le M&A riflettono un equilibrio tra spinte espansive, legate a crescita e innovazione, e spinte razionalizzatrici, come la riduzione dei costi e la concentrazione delle attività, la cui combinazione determina l'effettivo impatto sulle performance delle imprese. In termini di occupazione, l'evidenza empirica disponibile è concorde nell'indicare una riduzione dei livelli occupazionali nelle imprese acquisite e una riallocazione del lavoro successiva all'operazione, mentre le acquirenti spesso si espandono (Gehrke et al., 2021; Arnold et al. 2023); gli effetti complessivi sono generalmente modesti (Brown & Medoff, 1988; Conyon, et, al, 2002). Risultati analoghi emergono per le M&A transfrontaliere, dove si osserva una riduzione del personale nelle imprese acquisite, coerente con processi di razionalizzazione e integrazione produttiva (Bandick & Karpaty, 2011).

In termini di effetti sulle performance operative e sulla produttività delle imprese, i risultati sono misti. Alcuni lavori trovano evidenza di miglioramenti nell'efficienza e nei margini operativi, in particolare quando le operazioni consentono una riallocazione efficiente dei fattori produttivi o sfruttano economie di scala (Maksimovic & Phillips, 2001; Bertrand & Zitouna, 2008; Arnold & Javorcik, 2009). Altri, tuttavia, non rilevano incrementi significativi di produttività né effetti duraturi sui profitti, suggerendo che i guadagni attesi da sinergie o efficienze operative si realizzano solo in parte (Gugler et al., 2003). Complessivamente, la letteratura suggerisce che gli effetti sulle performance operative post-fusione dipendono fortemente dalle caratteristiche dell'operazione, dal grado di integrazione e dal contesto competitivo in cui le imprese operano. Gli effetti positivi emergono soprattutto quando l'operazione comporta un effettivo cambiamento di controllo e una ristrutturazione gestionale o tecnologica, che consente di migliorare l'efficienza produttiva (Demirer & Karaduman, 2024). Anche l'affinità culturale tra le imprese coinvolte può favorire il successo dei *deals* (Graham et. Al., 2015), per quanto l'evidenza empirica non è concludente (Teerikangas & Very, 2006).

3. Dati

La fonte principale dei dati sulle M&A tra imprese italiane è InfoCamere, il sistema informativo delle Camere di Commercio che raccoglie le informazioni anagrafiche e societarie delle imprese iscritte al Registro delle Imprese. Poiché le fusioni sono disciplinate dal Codice civile e devono essere iscritte nel Registro delle Imprese, InfoCamere dispone di un archivio dedicato che consente di identificarle in modo univoco nel periodo di analisi. Le acquisizioni sono invece individuate a partire dai dati sugli assetti proprietari, considerando i casi in cui il controllo di un'impresa (vale a dire oltre il 50 per cento del capitale sociale) viene acquisito da un'altra persona giuridica; per i casi in cui tale persona giuridica figurava già tra i soci

dell'impresa, per evitare di considerare come acquisizione una piccola variazione del capitale sociale, si impone un'ulteriore condizione: che l'acquisizione del controllo sia avvenuta attraverso un aumento significativo della quota, di almeno un terzo². In entrambi i casi, sono disponibili informazioni sulle imprese coinvolte sia come acquirenti sia come target (acquisite) per il periodo 2014-2024.

Per adottare una definizione economicamente più rilevante delle operazioni di M&A, i dati di InfoCamere sono integrati con l'informazione sul *Global Ultimate Owner* (GUO) contenuta in Orbis (Cariola et al., 2024) e con quella sul gruppo di appartenenza di fonte Centrale dei Bilanci. Questo permette di distinguere le operazioni che comportano un effettivo trasferimento di controllo da riorganizzazioni societarie interne al gruppo che non modificano la proprietà ultima dell'impresa³. Il dataset è, inoltre, ristretto alle società di capitali presenti in Cerved, da cui provengono anche le informazioni di bilancio, mentre i dati sull'occupazione sono di fonte INPS.

La fonte per le analisi sulle M&A nel confronto internazionale è invece Moody's Orbis e, in particolare, (i) Orbis M&A, per le informazioni sui *deals*, (ii) Orbis Corporate, per i dati di bilancio delle società coinvolte⁴. Per l'Italia, i dati Orbis Corporate sono stati integrati con quelli di Cerved. Le informazioni sulle operazioni di fusione e acquisizione sono state raccolte per Italia, Germania, Francia e Spagna per il periodo 2015-2024⁵. Per un numero ristretto di *deal* (meno di un terzo), la base dati fornisce anche il valore dell'operazione, ovvero il prezzo pagato dall'acquirente per l'acquisizione della quota di maggioranza. I dati Orbis M&A si basano principalmente su notizie di stampa e approfondimenti puntuali e, pertanto, non offrono una copertura completa delle operazioni di M&A e sono maggiormente rappresentativi dei *deals* più grandi o in settori a maggiore risonanza mediatica. La definizione di fusione in Orbis si discosta da quella adottata da Infocamere, si richiede infatti non solo che le imprese coinvolte siano integrate in un'unica entità giuridica, ma anche che l'operazione sia "fra pari", ovvero che le quote di capitale della società generata dalla fusione siano ripartite fra le società originarie sulla base del capitale iniziale di ciascuna, con uno swap uno-a-uno. In mancanza di uno scambio paritario, l'operazione è definita come acquisizione. Ne segue che solo l'1 per cento circa delle operazioni rilevate in Orbis sono classificate come fusioni.

² Nelle fusioni, l'impresa incorporata cessa di esistere come entità giuridica, poiché l'atto di fusione comporta la cancellazione del codice fiscale della società assorbita; nelle acquisizioni, invece, l'impresa target mantiene la propria identità giuridica e continua a operare sotto lo stesso codice fiscale, pur con un diverso assetto proprietario.

³ In particolare, per ridurre la presenza di riorganizzazioni infragruppo che non comportano un cambiamento della proprietà ultima dell'impresa, vengono escluse le operazioni in cui l'impresa target mantiene lo stesso *Global Ultimate Owner* o appartiene allo stesso gruppo societario nei tre anni precedenti e successivi all'operazione. Poiché l'identificazione dei gruppi societari nei database disponibili non è priva di errori o lacune informative, questo filtro non consente di eliminare completamente le operazioni infragruppo, ma permette comunque di attenuarne la presenza nel dataset finale.

⁴ Il confronto con le *Structural Business Statistics* (SBS) di Eurostat mostra che il database Orbis Corporate ha una rappresentatività limitata sia del numero di imprese sia dei loro ricavi nei principali paesi europei (Greco & Nota, *forthcoming*). In particolare, la copertura del numero di imprese supera il 30 per cento in Italia, si attesta intorno al 20 per cento in Spagna ed è inferiore al 10 per cento in Francia e Germania. Per quanto riguarda i ricavi, la rappresentatività si attesta a circa l'80 per cento in Italia e Spagna, mentre in Francia e Germania è inferiore al 60 per cento.

⁵ Orbis M&A segue le operazioni di M&A fin dalla data del loro annuncio. Per l'analisi, abbiamo limitato il campione alle sole operazioni completate.

Nel periodo di sovrapposizione tra le due fonti (2015-2024), il confronto tra le basi dati evidenzia come atteso una copertura molto più ampia di InfoCamere rispetto a Orbis: su circa 65 mila operazioni, oltre 58 mila risultano presenti solo nella base amministrativa nazionale, circa 2,8 mila compaiono solo in Orbis, e circa 4,1 mila sono presenti in entrambe (tav. A.1). Queste differenze riflettono la diversa natura delle due fonti e la composizione delle operazioni rilevate. In primo luogo, Orbis ha una maggiore copertura delle operazioni con un acquirente straniero, che nei dati Orbis rappresentano circa un terzo delle operazioni. A tale caratteristica dei dati è attribuibile una quota significativa delle operazioni di Orbis che non sono rilevate in InfoCamere. Inoltre, Orbis include le operazioni con più acquirenti che, complessivamente, raggiungono una percentuale di controllo nell'impresa target: questo tipo di acquisizioni non emergerebbe dai registri amministrativi nei casi in cui nessuno degli acquirenti avesse singolarmente una quota di controllo. Al contrario, le operazioni presenti in InfoCamere senza match in Orbis sono prevalentemente operazioni di piccola scala tra imprese di dimensione ridotta. Infine, la distribuzione settoriale delle imprese target in Orbis è fortemente concentrata nel manifatturiero, che rappresenta oltre un terzo del totale, contro circa il 17 per cento in InfoCamere; le attività immobiliari, che costituiscono circa il 12 per cento delle operazioni in InfoCamere, sono invece pressoché assenti nella base dati Orbis.

Nel complesso, le due fonti presentano quindi caratteristiche complementari. InfoCamere garantisce una copertura più esaustiva delle operazioni nazionali. Tuttavia, la fonte non consente di osservare in modo sistematico le operazioni transfrontaliere, né di confrontare le caratteristiche delle M&A italiane con quelle realizzate negli altri paesi europei. A tal fine, si fa ricorso ai dati di Orbis che, pur offrendo una copertura parziale e concentrata sulle operazioni di maggior rilievo, consente di disporre di informazioni comparabili a livello internazionale.

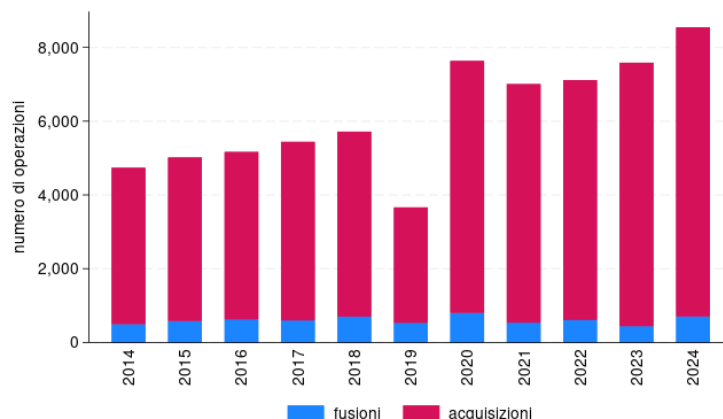
4. Le caratteristiche delle imprese coinvolte in M&A

4.1 Le operazioni domestiche

Secondo i dati di fonte Infocamere, tra il 2014 e il 2024 si sono registrate circa 6.000 operazioni di M&A all'anno (fig. 1)⁶. Il numero di operazioni è cresciuto negli ultimi anni, superando nel 2024 le 8.000 unità, soprattutto grazie all'incremento delle acquisizioni. Nel complesso, sono state coinvolte oltre 48.500 imprese acquirenti e circa 57.500 target; quasi un quinto delle imprese acquirenti effettua più di un'operazione e circa il 15 per cento delle target risulta acquisito più volte.

⁶ Tra le principali operazioni del periodo si segnalano la fusione tra Wind Telecomunicazioni S.p.A. e H3G S.p.A., che ha dato vita a Wind Tre S.p.A. nel settore telecomunicazioni; la fusione tra Leonardo S.p.A. e Vitrociset S.p.A. nel settore difesa e aerospazio; l'acquisizione di Kelly Services S.p.A. da parte di GI Group S.p.A. nel settore servizi per il lavoro; l'acquisizione di Barberini S.p.A. da parte di Luxottica Group S.p.A. nel settore ottica e beni di consumo; e l'acquisizione di De Agostini Scuola S.p.A. da parte di Mondadori S.p.A. nel settore editoria.

Fig. 1 – Target di M&A nel tempo (1)

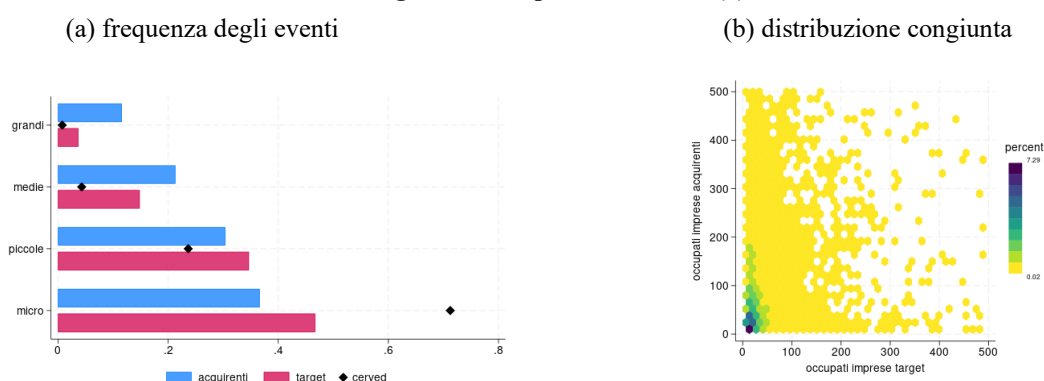


Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

(1) Il dato per il 2024 è provvisorio. Il salto osservato nel 2019 è verosimilmente riconducibile a ritardi nelle segnalazioni alle Camere di commercio delle variazioni negli assetti proprietari e di governance intervenute nel corso del 2020, a seguito delle difficoltà operative legate alla pandemia.

In termini dimensionali, quasi la metà delle imprese target e oltre un terzo delle acquirenti ha meno di 10 addetti (fig. 2.a); le imprese coinvolte in M&A sono tuttavia più grandi della media delle società di capitali presenti in Cerved. Le imprese acquirenti sono inoltre in media più grandi delle target (figura 2.b). Le operazioni di M&A hanno contribuito al consolidamento dimensionale del tessuto produttivo italiano dell'ultimo quinquennio (Accetturo et. al, 2025): quasi un quinto delle società di capitali che hanno superato la soglia dei 250 addetti tra il 2019 e il 2023 è stata interessata da tali operazioni.

Fig. 2 – M&A per dimensione (1)



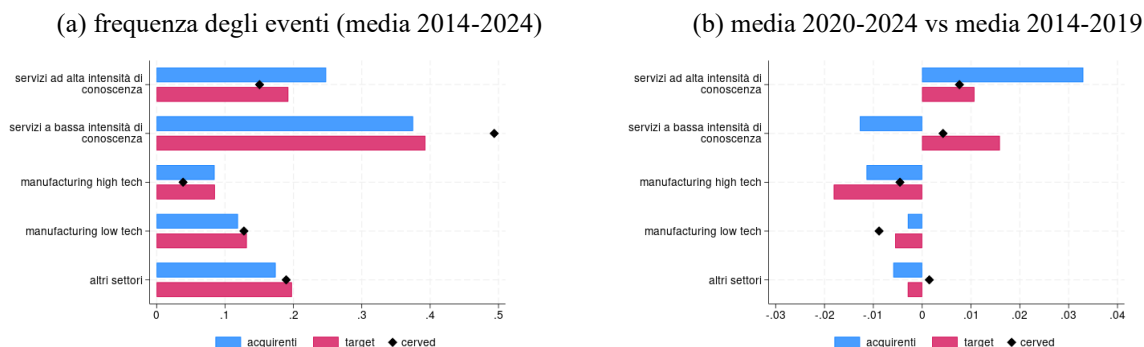
Fonte: elaborazioni su dati Infocamere e Cerved.

(1) Medie per il periodo 2014-2023 (ultimo anno di disponibilità dei dati sugli addetti). Micro: meno di 10 addetti; piccole: tra 10 e 49 addetti; medie: tra 50 e 249 addetti; gradi: oltre 250 addetti.

Complessivamente, quasi un terzo delle M&A si verifica tra imprese dello stesso settore (ateco a 2 cifre). Rispetto al totale delle società di capitali presenti in Cerved, le imprese coinvolte

in M&A appartengono più di frequente alla manifattura ad alta tecnologia e ai servizi ad alta intensità di conoscenza (fig. 3.a)⁷. Tra il 2020 e il 2024, rispetto al periodo precedente, l'incidenza di imprese coinvolte in M&A nei servizi ad alta intensità di conoscenza è cresciuta più della media delle imprese presenti in Cerved, mentre quella nella manifattura ad alta intensità tecnologica è diminuita (fig. 3b).

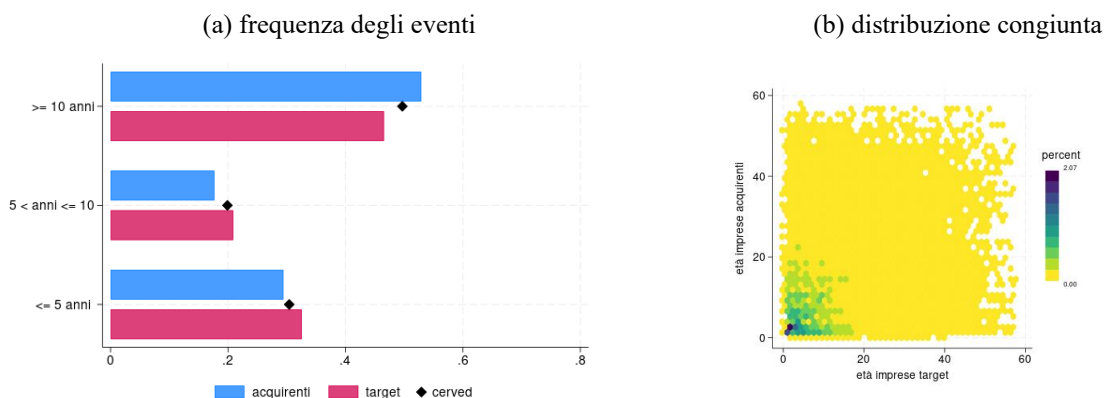
Fig. 3 – M&A per settore (1)



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere e Cerved.

Le imprese coinvolte in M&A sono presenti da più anni sul mercato della media delle società di capitali (fig. 4.a) e più di frequente l'acquirente ha un'età maggiore dell'impresa target (fig. 4.b). La probabilità di essere target di un'M&A è maggiore per le start up innovative: delle oltre 30.000 registrate in Italia dal 2014, circa il 4 per cento è stata target di un'operazione di M&A, a fronte dello 0,6 per cento della media delle società di capitali con meno di 10 anni. Circa la metà delle acquisizioni di start up innovative è avvenuta nei loro primi 3 anni di attività (la mediana dell'età delle imprese target nel momento dell'operazione è 10 anni).

Fig. 4 – M&A per età (1)



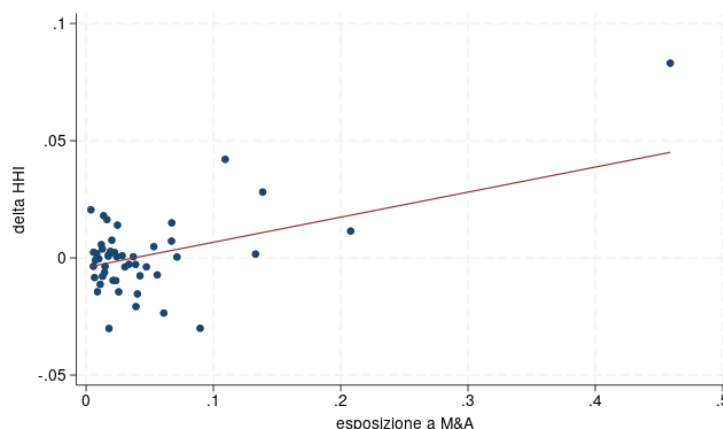
Fonte: elaborazioni su dati Infocamere e Cerved.

(1) Medie per il periodo 2014-2024.

⁷ Analizzando i settori con maggiore dettaglio, una quota rilevante delle operazioni si concentra tra imprese del settore immobiliare e finanziario. Tra gli altri settori, le operazioni risultano più diffuse nei servizi professionali, nell'ICT, nelle utilities e nel manifatturiero (Figura A.1 e Tavola A.1)

Le M&A possono riflettere strategie di crescita e innovazione, ma anche obiettivi di consolidamento del potere di mercato; quando le operazioni interessano imprese operanti nello stesso segmento o potenziali concorrenti, esse possono ridurre la pressione competitiva e accrescere la concentrazione. Compatibilmente con questa ipotesi, la crescita del potere di mercato, misurata dall'indice di Herfindahl-Hirschman, è più elevata nei settori più esposti a operazioni di M&A (fig. 5)⁸.

Fig. 5 – M&A e potere di mercato (1)



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

(1) I dati si riferiscono a settori ateco a 4 cifre. La crescita dell'HHI è misurata tra il 2014 e il 2023; a valori più elevati dell'indicatore corrisponde un maggiore grado di concentrazione. Il grado di esposizione a M&A è misurato come la quota di addetti delle imprese acquirenti di ciascun settore rispetto al totale degli addetti del settore. La linea rossa rappresenta la retta di regressione lineare, ponderata per il numero di addetti in ciascun settore.

Nel primo decile dei settori per grado di esposizione alle M&A (quelli in cui l'occupazione coinvolta in queste operazioni è stata pari almeno all'1 per cento nel periodo considerato), l'indice HHI è aumentato di circa un quarto rispetto al valore di inizio periodo, a fronte di un aumento di circa un decimo nella media dei settori. La dinamica appare ancora più accentuata restringendo l'analisi all'1 per cento dei settori con la maggiore esposizione, per i quali la crescita dell'HHI è stata dell'ordine di un terzo del livello iniziale, indicando che i processi di concentrazione sono stati significativamente più intensi nei comparti maggiormente interessati dalle operazioni di M&A.

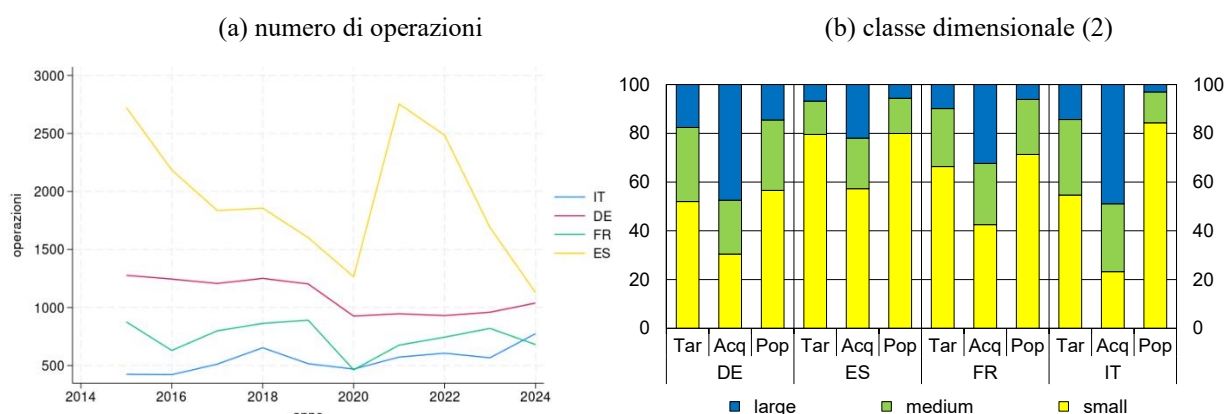
4.2 Il confronto internazionale

Secondo i dati Orbis, le operazioni di M&A risultano essere meno frequenti in Italia rispetto agli altri maggiori paesi europei (fig. 6.a): Orbis M&A censisce nel decennio 2015-2024 circa 6.000 *deals* di maggioranza in Italia, contro 8.000 in Francia, 22.000 in Spagna e 12.000 in Germania. Escludendo le operazioni aventi ad oggetto società finanziarie, il quadro non cambia:

⁸ Questa evidenza è confermata utilizzando definizioni diverse di esposizione a operazioni di M&A, come la quota di fatturato delle acquirenti in ciascun settore.

5.500 operazioni in Italia contro, rispettivamente, 7.500, 19.500 e 11.000 in Francia, Spagna e Germania. Sul totale delle imprese presenti in Orbis Corporate, quelle coinvolte in *deals* di M&A rappresentano l'1,5 per cento in Italia, contro il 3,8, 9,3 e 8,6 per cento in Francia, Spagna e Germania. La rappresentatività delle imprese in Orbis può tuttavia variare tra paesi e settori, e tali limitazioni potrebbero esacerbare le differenze osservate tra paesi. Limitando l'attenzione alle imprese di dimensione medio-grande (fatturato superiore a 10 milioni di euro), per le quali ci aspettiamo una maggiore visibilità e quindi un più puntuale censimento delle operazioni di M&A in Orbis, la distanza fra paesi si riduce: le acquisizioni raggiungono il 5 per cento in Italia e Germania, il 4 per cento in Francia, l'8 per cento in Spagna⁹.

Fig. 6 – Operazioni di M&A nei principali paesi europei (1)



Fonte: elaborazioni su dati Moody's Orbis.

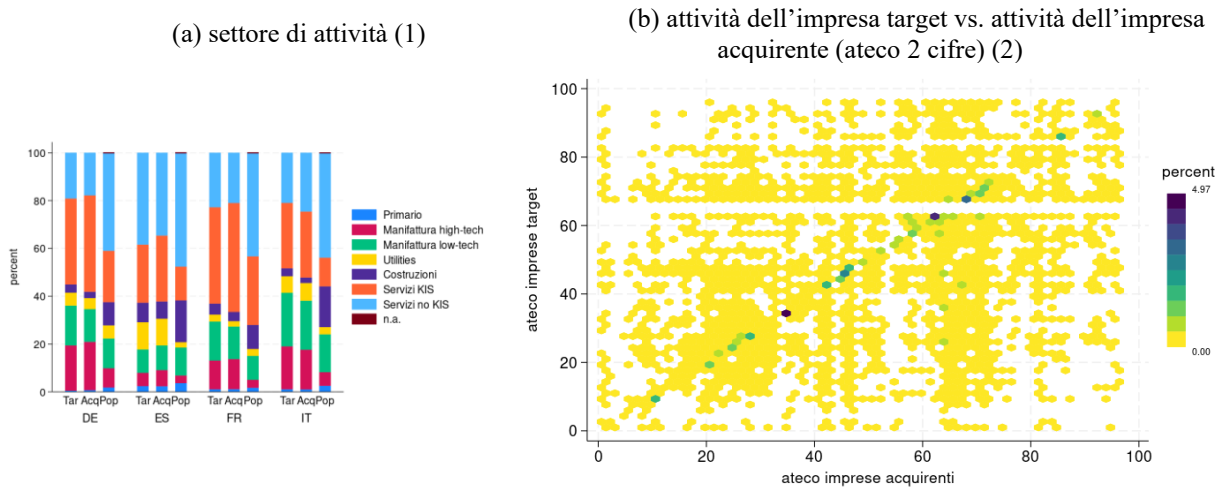
- (1) I dati si riferiscono alle operazioni di M&A che hanno interessato imprese target del settore non finanziario.
 (2) Distribuzione della classe dimensionale delle imprese target non finanziarie (Tar), degli acquirenti non finanziari (Acq) e del totale delle imprese non finanziarie di ciascun paese (Pop). La classe dimensionale è definita sulla base dei ricavi dell'impresa nell'anno precedente all'operazione: impresa piccola se i ricavi sono inferiori ai 10 milioni; media se ricavi inferiori a 50 milioni; grande se ricavi superiori.

In generale, nei paesi considerati, le imprese coinvolte in operazioni di M&A hanno caratteristiche simili per dimensione e attività economica (fig. 6.b e 7.a). Tra le target, oltre la metà opera nel settore dei servizi, in particolar modo in quelli di informazione e comunicazioni e nel commercio (fig. 7.a). Solo una quota minoritaria delle imprese acquisite è una start up (circa il 10 per cento delle società per cui è nota la data di fondazione) e la loro età mediana al momento del *deal* è relativamente elevata in tutti i paesi analizzati: 19 anni in Italia, 17 in Francia, 16 in Spagna e 15 in Germania¹⁰.

⁹ Restano però esclusi da questo conteggio un elevato numero di *deals* per i quali non sono presenti dati di bilanci e quindi di dimensione e la cui incidenza sul totale delle operazioni è fortemente eterogenea fra paesi: 8 per cento in Italia, contro circa il 25 per cento in Francia e Spagna, 60 per cento in Germania.

¹⁰ I dati di bilancio, da cui la dimensione d'impresa e l'età, sono mancanti per la maggior parte delle target tedesche e per oltre il 20 per cento in Francia e Spagna. La copertura in Italia è migliore grazie all'integrazione con la base dati Cerved. Il settore di attività economica è invece presente per tutte le società.

Fig. 7. Operazioni di M&A per paese e settore (1)



Fonte: elaborazioni su dati Moody's Orbis.

(1) Distribuzione del settore di attività economica delle imprese target non finanziarie (Tar), degli acquirenti non finanziari (Acq) e del totale delle imprese non finanziarie di ciascun paese (Pop). – (2) I valori rappresentati sugli assi si riferiscono ai codici ateco delle imprese.

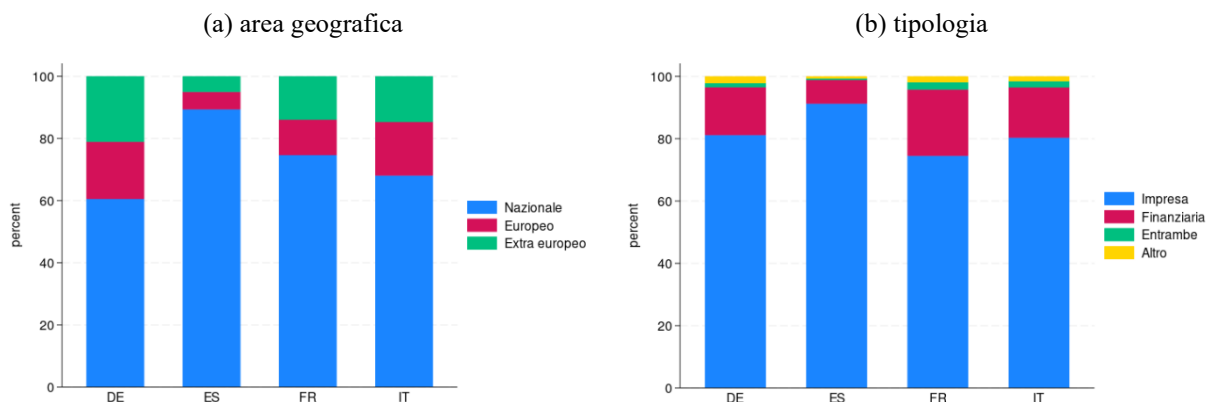
Anche per le caratteristiche delle acquirenti non emergono differenze rilevanti fra i diversi paesi europei. I *deals* sono stati condotti prevalentemente da società non finanziarie, aventi sede nello stesso paese dell'impresa target, soprattutto in Spagna, ed operanti nello stesso settore produttivo (fig. 8.a e 8.b, tav. A.3). Considerando solo gli acquirenti di tipo non finanziario, quasi la metà appartiene alla stessa branca di attività economica dell'impresa acquisita (ateco 2 cifre) (fig. 7.b). Le imprese acquirenti sono mediamente molto più grandi delle imprese target acquisite, particolarmente in Italia.¹¹

Nei tre anni precedenti al *deal*, le target italiane si sono caratterizzate per una redditività operativa elevata, sia rispetto alla popolazione delle imprese italiane¹², sia rispetto alle target degli altri paesi analizzati (tav. A.2). Il livello di indebitamento, seppure elevato, è inferiore alla popolazione e paragonabile alle imprese francesi. Le aziende oggetto di M&A in Italia si collocano su un percorso di crescita – del fatturato e dell'attivo, in particolare delle immobilizzazioni – più accentuato della media nazionale e delle target dei paesi di confronto. Inoltre, indicazioni di una maggiore predisposizione all'innovazione provengono dal maggior peso delle immobilizzazioni immateriali e dall'incidenza dei settori a più elevato contenuto tecnologico, questi rappresentano quasi la metà delle target italiane, contro un quinto della popolazione nazionale (fig. 7.a, tav. A2). Dal confronto con le imprese acquirenti, in tutti i paesi analizzati, le target mostrano sia una redditività sia un indebitamento superiori.

¹¹ Anche per gli acquirenti, i dati dimensionali sono derivati dai ricavi riportati nei bilanci e soffrono dei problemi di copertura evidenziati sopra per le imprese target.

¹² La popolazione delle imprese comprende le aziende presenti in Orbis con un attivo superiore ai 2 milioni di euro, sono quindi escluse le micro imprese. Gli indicatori di bilancio sono calcolati come media degli indicatori ponderati annuali, nel periodo 2012-2023.

Fig. 8 – Caratteristiche degli acquirenti di imprese non finanziarie



Fonte: elaborazioni su dati Moody's Orbis.

5. L'effetto delle M&A sulla performance delle imprese coinvolte

5.1 Setting empirico

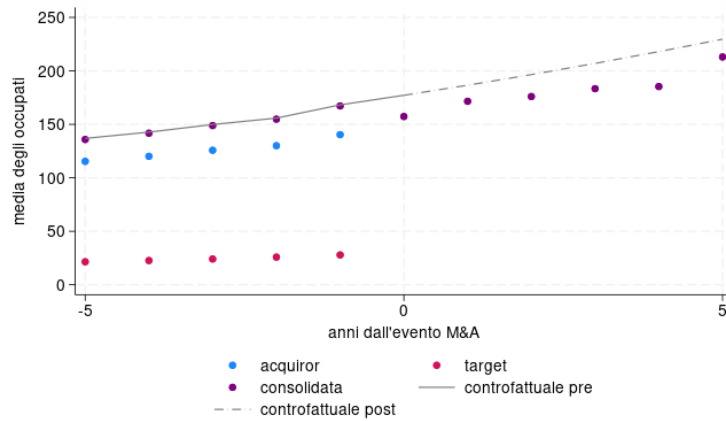
Le operazioni di M&A hanno un effetto positivo sulla struttura produttiva per classe dimensionale. La somma di due o più entità giuridiche precedentemente distinte comporta meccanicamente un incremento della dimensione media d'impresa. A seguito di tali aggregazioni, tuttavia, la nuova entità giuridica può dar seguito ad operazioni di razionalizzazione della struttura produttiva aziendale, con cali di occupazione o fatturato rispetto alla somma delle due entità precedentemente distinte.

Al fine di cogliere queste dinamiche l'analisi empirica che segue si propone di stimare gli effetti delle M&A sull'impresa "consolidata", cioè sull'entità risultante dall'aggregazione dell'impresa acquirente e delle imprese acquisite. Per ciascun anno, anche precedente l'operazione, le variabili di outcome sono costruite come la somma dei valori osservati per l'acquirente e per la target.

In questa sezione, l'analisi si concentra sulle M&A del settore privato non finanziario caratterizzate da una maggiore rilevanza economica ed è quindi ristretta alle imprese, sia nel gruppo trattato sia nel gruppo di controllo, con almeno 10 addetti in media nel periodo pre-trattamento; per le imprese trattate, la soglia si riferisce ai valori osservati a livello consolidato.

In media, nel periodo precedente l'operazione di M&A, sia l'impresa acquirente sia il target registrano una crescita dell'occupazione (fig. 9). Al momento dell'operazione, la combinazione delle due entità determina un incremento della dimensione dell'impresa consolidata, riconducibile alla somma delle rispettive strutture produttive. Nel periodo successivo all'M&A, pur in presenza di un'ulteriore crescita dell'occupazione (pari a oltre un quarto nei cinque anni successivi all'evento rispetto all'anno precedente l'operazione), la dinamica dell'impresa consolidata risulta più contenuta rispetto a uno scenario controfattuale, costruito come proiezione delle tendenze osservate nel periodo precedente l'operazione.

Fig. 9 – Occupazione dell’impresa consolidata (1)



Fonte: elaborazioni su dati InfoCamere, Cerved e Inps.

(1) La serie “controfattuale” è stimata come la proiezione lineare dell’occupazione dell’impresa “consolidata” nel periodo pre-trattamento, i.e. l’occupazione che l’impresa “consolidata” avrebbe avuto se fosse cresciuta con lo stesso tasso di crescita medio del periodo pre-trattamento.

Per analizzare gli effetti delle M&A in maniera più rigorosa adottiamo un approccio di tipo *staggered difference-in-differences* e stimiamo un’equazione in cui confrontiamo le imprese coinvolte in operazioni di M&A con quelle di un gruppo di controllo:

$$(1) \quad Y_{i,t} = \gamma MA_i \times Post_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t}$$

dove $Y_{i,t}$ è l’outcome (occupati, fatturato, produttività) dell’impresa consolidata i nell’anno t , μ_i e λ_t sono effetti fissi di impresa e anno, MA_i è una dummy pari a 1 se l’impresa è coinvolta in un’operazione di M&A nel periodo di osservazione, $Post_{i,t}$ è una dummy che assume valore 1 dall’anno della prima operazione in poi¹³, e $\epsilon_{i,t}$ è un termine di errore. Il parametro di interesse γ identifica l’effetto medio del trattamento sulle imprese trattate (average treatment effect on the treated, ATET) e misura, per ciascun periodo relativo all’evento, la differenza tra l’outcome osservato dell’impresa consolidata e quello che si sarebbe realizzato in assenza dell’operazione, stimato sulla base del gruppo di controllo¹⁴.

¹³ Nel framework di *staggered difference-in-differences*, il trattamento è considerato un *absorbing state*: una volta che un’impresa entra nel gruppo dei trattati (cioè effettua la prima operazione di M&A), rimane trattata in tutti gli anni successivi. Gli effetti stimati si riferiscono dunque alla prima volta in cui l’impresa è coinvolta in un’operazione, mentre eventuali operazioni successive non sono considerate come nuovi trattamenti. Poiché nel dataset circa il 12 per cento delle imprese effettua più di una M&A in anni diversi, i risultati principali possono rappresentare una sottostima degli effetti complessivi per queste imprese più attive. Tuttavia, nel caso di operazioni multiple nello stesso anno, l’approccio risulta coerente, poiché l’impresa consolidata tiene conto congiuntamente di tutte le acquisizioni realizzate nello stesso periodo.

¹⁴ Va tuttavia sottolineato che un’analisi event study sull’effetto delle operazioni di M&A sulla performance delle imprese non è necessariamente interpretabile in chiave causale. In presenza di shock non osservati – come l’introduzione di innovazioni di prodotto o di processo o l’accesso a nuovi mercati di sbocco – che influenzano simultaneamente la performance dell’impresa e la probabilità di una variazione nell’assetto proprietario, le stime potrebbero riflettere correlazioni spurie piuttosto che effetti causali.

Stimiamo l'equazione (1) usando lo stimatore di Callaway e Sant'Anna (2021) per gli anni 2013-2024¹⁵. Nella specificazione di base, il gruppo di controllo è costituito dalle imprese mai trattate (*never-treated*), definite come quelle che non compaiono né come acquirenti né come target in alcuna operazione nel periodo per cui sono disponibili i dati. Come esercizio di robustezza, la stima è replicata utilizzando come gruppo di controllo le imprese *not yet treated*, vale a dire quelle che non hanno ancora realizzato un'operazione di M&A nell'anno considerato ma che lo faranno in un periodo successivo.

L'analisi empirica è di seguito presentata per il solo campione italiano. Per il confronto internazionale l'effetto dei *deals* è stimato solo utilizzando come gruppo di controllo le imprese *not yet treated*. Non è invece stato possibile selezionare un adeguato campione di società mai trattate data l'assenza di informazioni di bilancio per una quota importante di imprese, in particolare in Germania (cfr. nota 5, sezione 4). I risultati sono presentati in appendice A limitatamente alle stime sul fatturato, essendo questo l'indicatore maggiormente valorizzato.

5.2 Risultati sulle M&A italiane

In seguito alle operazioni di M&A, la nuova impresa consolidata osserva una diminuzione dell'occupazione rispetto alla somma delle due distinte (fig. 10.a). L'effetto negativo e significativo emerge a partire dal primo anno successivo all'evento e si protrae negli anni seguenti. Nel periodo precedente l'operazione, pur in presenza di differenze nei livelli occupazionali tra imprese trattate e di controllo, la distanza tra i due gruppi rimane sostanzialmente stabile nel tempo, senza evidenza di andamenti differenziali prima dell'evento.

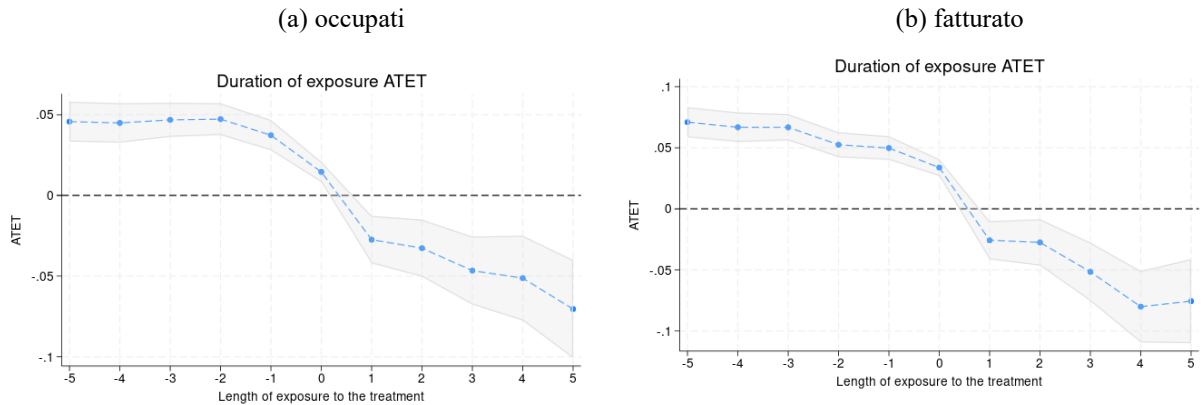
Nella media dei cinque anni successivi all'operazione di M&A, l'effetto stimato sull'occupazione dell'impresa consolidata è una riduzione del 4 per cento (tav. 1, pannello (a), colonna 1) rispetto a quanto si sarebbe osservato in assenza dell'operazione. Il risultato si conferma introducendo nella stima effetti fissi che permettono di controllare per potenziali shock settoriali e regionali potenzialmente correlati sia alla probabilità di effettuare operazioni di M&A sia all'andamento dell'outcome (per esempio, un settore in fase di espansione può crescere in termini di occupazione e, al tempo stesso, risultare più appetibile per operazioni di fusione e acquisizione). Anche nella specificazione più satura, che tiene conto di possibili trend differenziali tra settori o regioni, la riduzione stimata dell'occupazione rispetto al controfattuale si attesta al 4 per cento.

Le stime ottenute utilizzando le imprese *not-yet-treated* come gruppo di controllo risultano quantitativamente più ampie. Una possibile spiegazione è che queste imprese siano più simili, in termini di caratteristiche e dinamiche pre-trattamento, a quelle coinvolte nelle operazioni di M&A rispetto alle imprese *never-treated*, che possono differire strutturalmente per dimensione, crescita o probabilità di essere oggetto di acquisizione. Inoltre, nei modelli *staggered difference-in-differences* la scelta del gruppo di controllo incide anche sulla composizione dei confronti e sui pesi attribuiti alle diverse coorti temporali, contribuendo a generare differenze quantitative nelle stime.

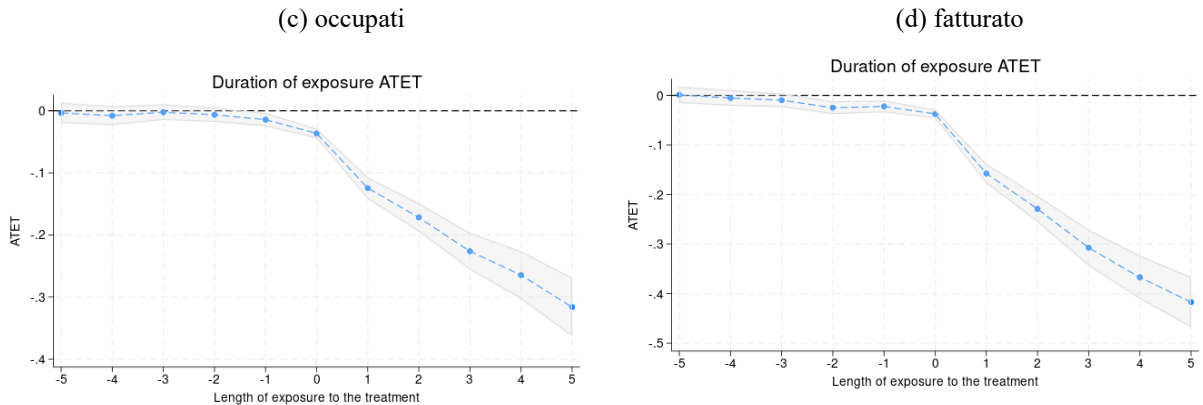
¹⁵ I dati di bilancio e sull'occupazione di fonte Cerved e INPS per il 2024 sono incompleti.

Fig. 10 – Effetti delle M&A sull’impresa consolidata (1)

Gruppo di controllo: never-treated



Gruppo di controllo: not-yet-treated



Fonte: elaborazioni su dati InfoCamere e Cerved.

(1) Le figure rappresentano le stime del coefficiente γ dell’equazione (1) ottenute con lo stimatore di Callaway e Sant’Anna (2021). Il gruppo di controllo è costituito dalle imprese never-treated nel pannello in alto e dalle not-yet-treated in quello in basso; le stime includono controlli per trend settoriali e regionali. Le bande ombreggiate indicano gli intervalli di confidenza al 95 per cento. L’outcome è espresso in logaritmo. Il campione è ristretto alle imprese con almeno 10 addetti in media nel periodo pre-trattamento. L’orizzonte temporale considerato comprende cinque anni precedenti e cinque anni successivi all’operazione di M&A.

Risultati analoghi si osservano per il fatturato dell’impresa consolidata (fig. 10.b). Anche in questo caso, l’effetto negativo emerge a partire dall’anno successivo all’operazione e si mantiene negli anni seguenti. Nella specificazione più saturata (tav. 1, pannello (b), colonna 3), il calo del fatturato rispetto al controfattuale è pari in media a circa il 5 per cento nei cinque anni successivi all’operazione di M&A.

Tav. 1 – Effetti delle M&A sull'impresa consolidata (1)

Gruppo di controllo: never-treated

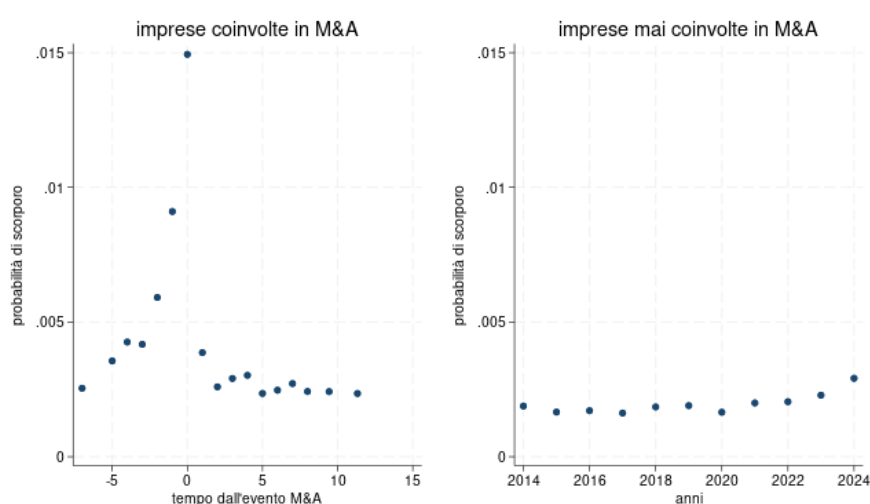
	FE: no	FE: settore×anno	FE: settore×anno e regione×anno
(a) occupazione	-0.04***	-0.05***	-0.04***
<i>Standard error</i>	(0.01)	(0.01)	(0.01)
<i>N</i>	1'434'255	1'434'255	1'431'443
(b) fatturato	-0.06***	-0.06***	-0.05***
<i>Standard error</i>	(0.01)	(0.01)	(0.01)
<i>N</i>	1'725'580	1'725'580	1'721'861

Fonte: elaborazione su dati InfoCamere e Cerved.

(1) La tavola riporta le stime dell'effetto medio del trattamento sulle imprese trattate (ATET) ottenute mediante lo stimatore di Callaway e Sant'Anna (2021), utilizzando come gruppo di controllo le imprese never treated. Gli errori standard, riportati tra parentesi, sono robusti. Gli outcome sono espressi in logaritmo. Il campione è ristretto alle imprese con almeno 10 addetti in media nel periodo pre-trattamento. L'orizzonte temporale considerato comprende i cinque anni successivi all'operazione di M&A.

La riduzione dell'occupazione e del fatturato, più marcata nell'anno dell'operazione, può essere connessa a processi di ristrutturazione conseguenti il consolidamento. Coerentemente con questa interpretazione, la probabilità che le imprese coinvolte in M&A effettuino, nell'intervallo di -/5 anni attorno all'operazione, uno scorporo o un conferimento, risulta significativamente più elevata rispetto a quella osservata in altri momenti e superiore a quella delle imprese mai coinvolte in operazioni di M&A (fig. 11).

Fig. 11. Probabilità di scissione o conferimento (1)

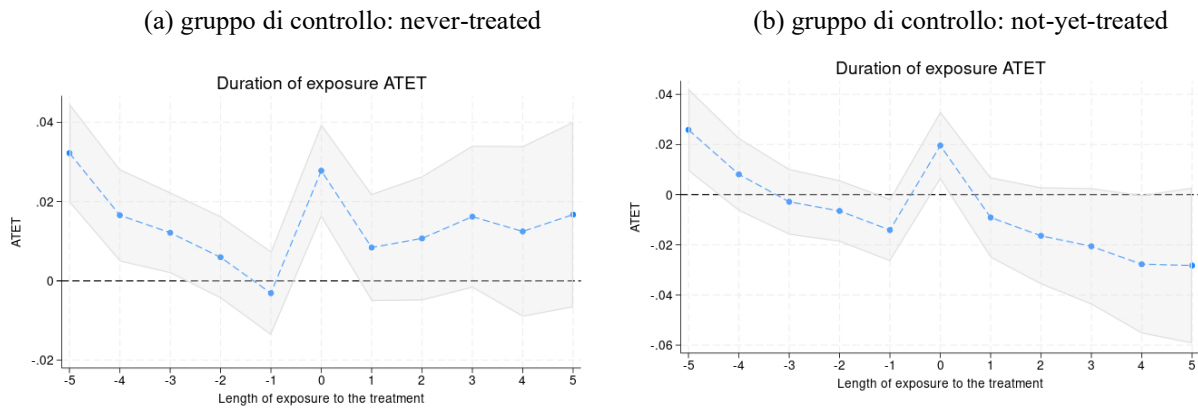


Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

(1) Per scissione si intende l'operazione con cui una società trasferisce parte o tutto il proprio patrimonio a una o più altre imprese, che possono essere di nuova costituzione o già esistenti; per conferimento si intende invece il trasferimento di un'azienda o di un suo ramo in un'altra società in cambio di partecipazioni.

I risultati relativi alla produttività del lavoro, misurata come valore aggiunto per addetto, non evidenziano effetti statisticamente significativi delle operazioni di M&A (fig. 12). Sebbene alcune specificazioni suggeriscano un incremento nel periodo immediatamente successivo all'operazione, tale evidenza non è persistente ed è sensibile alla specificazione empirica e alla scelta del gruppo di controllo.

Fig. 12 – Effetti delle M&A sulla produttività (1)

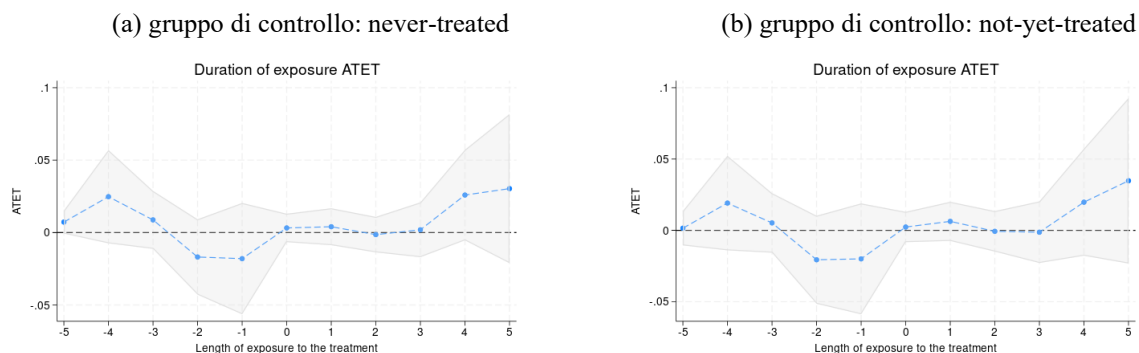


Fonte: elaborazioni su dati InfoCamere e Cerved.

(1) Le figure rappresentano le stime del coefficiente γ dell'equazione (1) ottenute con lo stimatore di Callaway e Sant'Anna (2021). Il gruppo di controllo è costituito dalle imprese never-treated nel pannello a sinistra e dalle not-yet-treated in quello a destra; le stime includono controlli per trend settoriali e regionali. Le bande ombreggiate indicano gli intervalli di confidenza al 95 per cento. L'outcome è il valore aggiunto per addetto, espresso in logaritmo. Il campione è ristretto alle imprese con almeno 10 addetti in media nel periodo pre-trattamento. L'orizzonte temporale considerato comprende cinque anni precedenti e cinque anni successivi all'operazione di M&A.

L'analisi considera infine gli effetti delle M&A sul potere di mercato dell'impresa consolidata, misurato attraverso una misura di markup, calcolata come rapporto tra fatturato e costi variabili (fig. 13). Valori più elevati dell'indice indicano una maggiore capacità dell'impresa di fissare prezzi più elevati rispetto ai costi di produzione, e sarebbero quindi interpretabili come un aumento del potere di mercato. L'evidenza empirica mostra una dinamica debolmente positiva successiva all'operazione, che si manifesta tuttavia con ritardo e non è statisticamente significativa.

Fig. 13 – Effetti delle M&A sul markup (1)



Fonte: elaborazioni su dati InfoCamere e Cerved.

(1) Le figure rappresentano le stime del coefficiente γ dell'equazione (1) ottenute con lo stimatore di Callaway e Sant'Anna (2021). Il gruppo di controllo è costituito dalle imprese never-treated nel pannello a sinistra e dalle not-yet-treated in quello a destra; le stime includono controlli per trend settoriali e regionali. Le bande ombreggiate indicano gli intervalli di confidenza al 95 per cento. L'outcome è misurato come rapporto tra fatturato e costi variabili; i costi variabili sono calcolati come differenza tra il fatturato e il margine operativo lordo. Il campione è ristretto alle imprese con almeno 10 addetti in media nel periodo pre-trattamento. L'orizzonte temporale considerato comprende cinque anni precedenti e cinque anni successivi all'operazione di M&A.

5.2.1 Eterogeneità

Le operazioni di M&A possono avere effetti eterogenei a seconda del contesto competitivo e delle caratteristiche del mercato in cui operano le imprese coinvolte. Una distinzione rilevante è quella tra settori in cui vengono prodotti beni e servizi commerciabili (*tradable*), ossia quelli facilmente trasportabili e venduti lontano dal luogo di produzione, e quelli in cui vengono prodotti beni e servizi non-commerciabili (*non-tradable*) che, per loro natura o per i costi di trasporto e distribuzione, sono consumati prevalentemente nel luogo di produzione.

Le imprese appartenenti a settori *tradable* (tipicamente la manifattura) sono quindi soggette alla concorrenza internazionale, che determina i prezzi dei prodotti scambiati; al contrario quelle appartenenti a settori *non-tradable* (come molti servizi) operano principalmente in mercati locali o nazionali, di cui possono influenzare i prezzi.

In questo contesto, le M&A nei settori *tradable* sono spesso motivate da strategie di crescita e di rafforzamento della posizione competitiva dell'acquirente sui mercati esteri, ad esempio attraverso integrazione nelle catene globali del valore o accesso a nuovi mercati. Nei settori *non-tradable*, tali operazioni possono invece riflettere processi di riorganizzazione e consolidamento del mercato locale, con potenziali effetti sulla struttura del mercato e sul grado di concorrenza. Sulla base di queste considerazioni, l'analisi seguente distingue le operazioni di M&A in funzione dell'appartenenza settoriale dell'impresa acquirente.

Nel complesso, gli effetti delle M&A sull'impresa consolidata sono trainati dalle operazioni in cui l'acquirente opera in settori *non-tradable* (tav. 2). In questi casi si osservano una riduzione della scala operativa e, al tempo stesso, miglioramenti di produttività, coerenti con M&A motivate da integrazione produttiva o ristrutturazione della filiera. Al tempo stesso, il potere di mercato dell'impresa consolidata aumenta, rafforzandone la posizione competitiva all'interno dei mercati locali. Al contrario, le aggregazioni che coinvolgono un'acquirente

operante in mercati *tradable* non mostrano effetti di scala significativi per l'impresa consolidata e si associano a una lieve riduzione del markup.

Tav. 2 – Effetti delle M&A per settore (1) – Never treated controls

	M&A tradables	M&A non-tradables
(a) occupazione	-0.00	-0.07***
<i>Standard error</i>	(0.01)	(0.01)
<i>N</i>	485'772	651'172
(b) fatturato	0.01	-0.08***
<i>Standard error</i>	(0.01)	(0.02)
<i>N</i>	539'800	780'939
(c) produttività	0.01	0.02*
<i>Standard error</i>	(0.01)	(0.01)
<i>N</i>	479'166	635'634
(d) markup	-0.01*	0.03*
<i>Standard error</i>	(0.00)	(0.01)
<i>N</i>	540'096	781'826

Fonte: elaborazione su dati InfoCamere e Cerved.

(1) La tavola riporta le stime dell'effetto medio del trattamento sulle imprese trattate (ATET) ottenute mediante lo stimatore di Callaway e Sant'Anna (2021), utilizzando come gruppo di controllo le imprese never treated. Gli errori standard, riportati tra parentesi, sono robusti. Gli outcome sono espressi in logaritmo, ad eccezione del markup (pannello (d)). Il campione è ristretto alle imprese con almeno 10 addetti in media nel periodo pre-trattamento. L'orizzonte temporale considerato comprende i cinque anni successivi all'operazione di M&A. Per settori *tradable* si intendono quelli manifatturieri e di estrazione con codici ateco a 2 cifre compresi tra 10 e 33. Per *settori non-tradable* si intendono quelli con codici ateco a 2 cifre compresi tra 45 e 82.

Le evidenze sui dati internazionali confermano la riduzione del fatturato a seguito delle operazioni di M&A (fig. A.2 e tav. A.4). Non risulta essere rilevante la diversa collocazione geografica di acquirenti e acquisiti: gli effetti stimati per i *deals* domestici e per i *deals* cross border sono sostanzialmente sovrapponibili.

5.2.2 Robustezza

Le stime presentate nelle sezioni precedenti si basano sull'ipotesi di assenza di effetti di interferenza (SUTVA), ossia che le operazioni di M&A incidano esclusivamente sulle imprese direttamente coinvolte. Qualora, invece, tali operazioni alterassero le condizioni di mercato anche per le imprese del gruppo di controllo, le stime dell'effetto medio del trattamento potrebbero risultare distorte¹⁶.

¹⁶ Ad esempio, se a seguito di un'operazione di M&A l'occupazione delle imprese coinvolte diminuisce, ma una parte dei lavoratori viene assorbita da imprese concorrenti nello stesso mercato – che beneficiano indirettamente dell'operazione pur non essendone direttamente coinvolte – il confronto con tali imprese di controllo potrebbe portare a una sovrastima dell'effetto negativo dell'M&A sull'occupazione.

Per valutare la rilevanza di questa potenziale fonte di bias, è stato condotto un esercizio volto a verificare se l'andamento dell'occupazione e del fatturato delle imprese never treated sia correlato all'intensità delle operazioni di M&A nei mercati di riferimento. A tal fine, è stata costruita una misura di intensità delle M&A a livello di settore-regione-anno, definita come il rapporto tra l'occupazione complessivamente coinvolta nelle operazioni di M&A e l'occupazione totale del mercato.

I risultati di questo esercizio non mostrano evidenza di una correlazione significativa tra l'intensità delle M&A nel mercato e l'andamento dell'occupazione delle imprese never treated, in tutte le specificazioni considerate. Questo suggerisce che eventuali spillover delle operazioni di M&A sulle imprese di controllo siano limitati e che le stime principali non sembrano essere guidate da violazioni dell'ipotesi di assenza di interferenze tra unità. I risultati sono confermati includendo l'intensità delle M&A nel mercato riferita all'anno precedente, al fine di considerare possibili effetti di aggiustamento temporale nel mercato del lavoro (ad esempio il riassorbimento dei lavoratori da parte delle imprese concorrenti).

Tav. 3 – Spillover delle M&A sulle imprese never treated (1)

	FE: no	FE: settore×anno	FE: settore×anno e regione×anno
Intensità di M&A	0.659	0.185	0.030
<i>Standard error</i>	(0.253)	(0.294)	(0.277)
<i>N</i>	4,794,966	4,794,956	4,794,955
Intensità di M&A (t - 1)	1.340	0.266	0.114
<i>Standard error</i>	(0.889)	(0.268)	(0.207)
<i>N</i>	3,299,561	3,299,555	3,299,550

Fonte: elaborazioni su dati InfoCamere e Cerved.

(1) La tavola riporta le stime del coefficiente associato all'intensità delle operazioni di M&A nel mercato di riferimento, ottenute stimando una regressione a livello di impresa sul campione delle imprese never treated. L'intensità delle M&A è definita come il rapporto tra l'occupazione delle imprese acquirenti coinvolte nelle operazioni di M&A e l'occupazione totale del mercato (settore-regione-anno). Tutte le specificazioni includono effetti fissi di impresa e anno; la colonna (2) include inoltre effetti fissi settore×anno, mentre la colonna (3) include anche effetti fissi regione×anno. Gli errori standard, riportati tra parentesi, sono clusterizzati per settore e regione.

Bibliografia

- Accetturo, A., Baltrunaite, A., Ciani, E., Cingano, F., Daniele, F., De Luca, R., ... & Mocetti, S. (2025). *Le recenti dinamiche della produttività e le trasformazioni del sistema produttivo (Recent Productivity Trends and Transformations in Italy's Production System)*. Bank of Italy Occasional Paper, (953).
- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). *New evidence and perspectives on mergers*. Journal of Economic Perspectives, 15(2), 103–120.
- Arnold, J. M., & Javorcik, B. S. (2009). *Gifted kids or pushy parents? Foreign acquisitions and plant performance in Indonesia*. Journal of International Economics, 79(1), 42–53.
- Arnold, D., Milligan, K. S., Moon, T., & Tavakoli, A. (2023). *Job transitions and employee earnings after acquisitions: Linking corporate and worker outcomes*, (No. w31866). National Bureau of Economic Research.
- Bandick, R., & Karpaty, P. (2011). *Employment effects of foreign acquisition*. International Review of Economics & Finance, 20(2), 211-224.
- Bertrand, O., & Zitouna, H. (2008). *Domestic versus cross-border acquisitions: which impact on the target firms' performance?* Applied Economics, 40(17), 2221–2238.
- Blonigen, B. A., & Pierce, J. R. (2016). *Evidence for the effects of mergers on market power and efficiency*, (No. w22750). National Bureau of Economic Research.
- Bradley, M., Desai, A., & Kim, E. H. (1988). *Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms*. Journal of financial Economics, 21(1), 3-40.
- Brown, C., & Medoff, J. (1988). *The impact of firm acquisition on labor*. In A. J. Auerbach (Ed.), *Corporate takeovers: Causes and consequences* (pp. 9–31). University of Chicago Press.
- Callaway, B., & Sant'Anna, P. H. (2021). *Difference-in-differences with multiple time periods*. Journal of econometrics, 225(2), 200-230.
- Cariola, G., Carnevali, G. B., Linarello, A., Manaresi, F., Mirenda, L., Russo, E., Sartori, M., & Viggiano, G. (2024). *Multinational enterprises in Italy: insights from firm-level data*. Questioni di Economia e Finanza (QEF), n. 894, Banca d'Italia.
- Canyon, M. J., Girma, S., Thompson, S., & Wright, P. W. (2002). *The impact of mergers and acquisitions on company employment in the United Kingdom*. European Economic Review, 46(1), 31-49.
- Cunningham, C., Ederer, F., & Ma, S. (2021). *Killer acquisitions*. Journal of Political Economy, 129(3), 649–702.
- Devos, E., Kadapakkam, P. R., & Krishnamurthy, S. (2009). *How do mergers create value? A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements as explanations for synergies*. The review of financial studies, 22(3), 1179-1211.

Demirer, M., & Karaduman, Ö. (2024). *Do mergers and acquisitions improve efficiency? Evidence from power plants*, (No. w32727). National Bureau of Economic Research.

Farrell, J., & Shapiro, C. (2000). *Scale economies and synergies in horizontal merger analysis*. *Antitrust LJ*, 68, 685.

Gehrke, B., Maug, E. G., Obernberger, S., & Schneider, C. (2021). *Post-merger restructuring of the labor force*. IZA Discussion Paper No. 14409.

Graham, J. R. Harvey, C. R. Popadak, J. & Rajgopal, S. (2015). *Corporate Culture: Evidence from the Field*. Working Paper, Duke University.

Greco, R., & Nota, L. (forthcoming). *Studiare la produttività con Orbis Historical*.

Gort, M. (1969). *An economic disturbance theory of mergers*. *The Quarterly Journal of Economics*, 83(4), 624-642.

Gugler, K., Mueller, D. C., Yurtoglu, B. B., & Zulehner, C. (2003). *The effects of mergers: An international comparison*. *International Journal of Industrial Organization*, 21(5), 625–653.

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

Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). *Does corporate performance improve after mergers?* *Journal of financial economics*, 31(2), 135-175.

Maksimovic, V., & Phillips, G. (2001). *The market for corporate assets: Who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains?* *Journal of Finance*, 56(6), 2019–2065.

Maksimovic, V., Phillips, G., & Prabhala, N. R. (2011). *Post-merger restructuring and the boundaries of the firm*. *Journal of Financial Economics*, 102(2), 317–343.

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

Teerikangas, S. and P. Very (2006), *The Culture–Performance Relationship in M&A: From Yes/No to How*, *British Journal of Management*, 17, 31–48

Trautwein, F. (1990). *Merger motives and merger prescriptions*. *Strategic Management Journal*, 11(4), 283–295.

Appendice

Tavola A.1 – Confronto tra InfoCamere e Orbis

	Solo InfoCamere	Solo Orbis	Match	Totale
Totale				
<i>Quota di imprese target</i>	90.0	4.9	5.1	100.00
Acquirente estero				
<i>No</i>	87.9	72.6	78.1	86.6
<i>Sì</i>	12.1	27.4	21.9	13.4
Classe dimensionale				
<i>Micro (<10)</i>	51.1	28.2	14.9	47.2
<i>Piccola (10-49)</i>	34.4	41.0	38.8	35.1
<i>Media (50-249)</i>	11.9	23.3	35.9	14.3
<i>Grande (>250)</i>	2.6	7.5	10.4	3.4
Settore (ATECO1)				
<i>Agricoltura</i>	1.6	1.2	0.3	1.6
<i>Altre attività di servizi</i>	0.6	0.9	0.6	0.6
<i>Attività amministrative</i>	3.6	3.3	2.8	3.6
<i>Attività artistiche</i>	1.5	1.9	0.9	1.5
<i>Attività estrattiva</i>	0.2	0.2	0.2	0.2
<i>Attività finanziarie e assicurative</i>	2.8	8.3	2.8	3.1
<i>Attività immobiliari</i>	13.4	1.8	1.3	12.3
<i>Attività professionali, scientifiche</i>	11.8	7.3	10.3	11.5
<i>Commercio</i>	14.8	11.7	8.8	14.3
<i>Comunicazioni e IT</i>	6.4	15.1	14.5	7.3
<i>Costruzioni</i>	9.6	3.1	2.9	9.0
<i>Hospitality</i>	5.0	2.0	1.1	4.7
<i>Istruzione</i>	0.8	0.6	0.6	0.7
<i>Sanità e assistenza sociale</i>	2.5	1.7	1.4	2.4
<i>Settore manifatturiero</i>	15.0	32.6	41.8	17.3
<i>Trasporto</i>	3.1	2.8	3.3	3.1
<i>Utilities</i>	7.1	5.3	6.4	7.0

Fonte: elaborazioni su dati InfoCamere e Orbis.

**Tavola A.2 – Campione europeo: indicatori di bilancio pre-operazione
delle target non finanziarie e degli acquirenti**
(media dei 3 anni precedenti)

	Germania	Spagna	Francia	Italia (Orbis)	Italia (Cerved)
Imprese target					
<i>MOL su attivo</i>	5,3	5,4	4,2	5,7	6,4
<i>ROA</i>	2,1	3,0	1,9	3,6	0,6
<i>Leverage (1)</i>	62,0	55,5	56,9	54,5	37,5
<i>Debiti finanziari su fatturato</i>	38,9	44,7	70,9	66,5	33,1
<i>% immobilizzazioni immateriali</i>	10,5	18,9	36,1	38,1	28,6
<i>Var. imm. su attivo</i>	0,0	-0,3	0,3	0,9	2,0
<i>Var. ricavi</i>	-2,0	1,4	2,6	3,8	1,7
Imprese acquirenti					
<i>MOL su attivo</i>	2,0	3,9	1,3	3,7	6,5
<i>ROA</i>	1,4	2,4	0,8	3,3	2,0
<i>Leverage (1)</i>	60,1	52,8	47,3	55,9	37,8
<i>Debiti finanziari su fatturato</i>	8,0	37,2	26,5	23,4	47,3
<i>% immobilizzazioni immateriali</i>	20,5	30,9	51,7	47,7	27,7
<i>Var. imm. su attivo</i>	0,2	0,6	0,4	0,8	2,2
<i>Var. ricavi</i>	-5,2	3,2	4,7	5,6	1,6
Popolazione (2)					
<i>MOL su attivo</i>	6,6	4,7	5,5	4,9	6,9
<i>ROA</i>	3,8	2,5	3,0	2,2	2,3
<i>Leverage (1)</i>	55,0	54,1	56,0	61,1	24,3
<i>Debiti finanziari su fatturato</i>	32,8	41,5	44,0	65,5	34,0
<i>% immobilizzazioni immateriali</i>	4,9	8,2	25,7	12,2	23,7
<i>Var. imm. su attivo</i>	0,1	0,1	0,2	0,3	1,6
<i>Var. ricavi</i>	-2,1	2,9	2,0	3,0	0,7

Fonte: elaborazioni su dati Orbis e Cerved.

(1) Il leverage è costruito come il rapporto tra i debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e il patrimonio netto. – (2) Media del periodo 2013-2023.

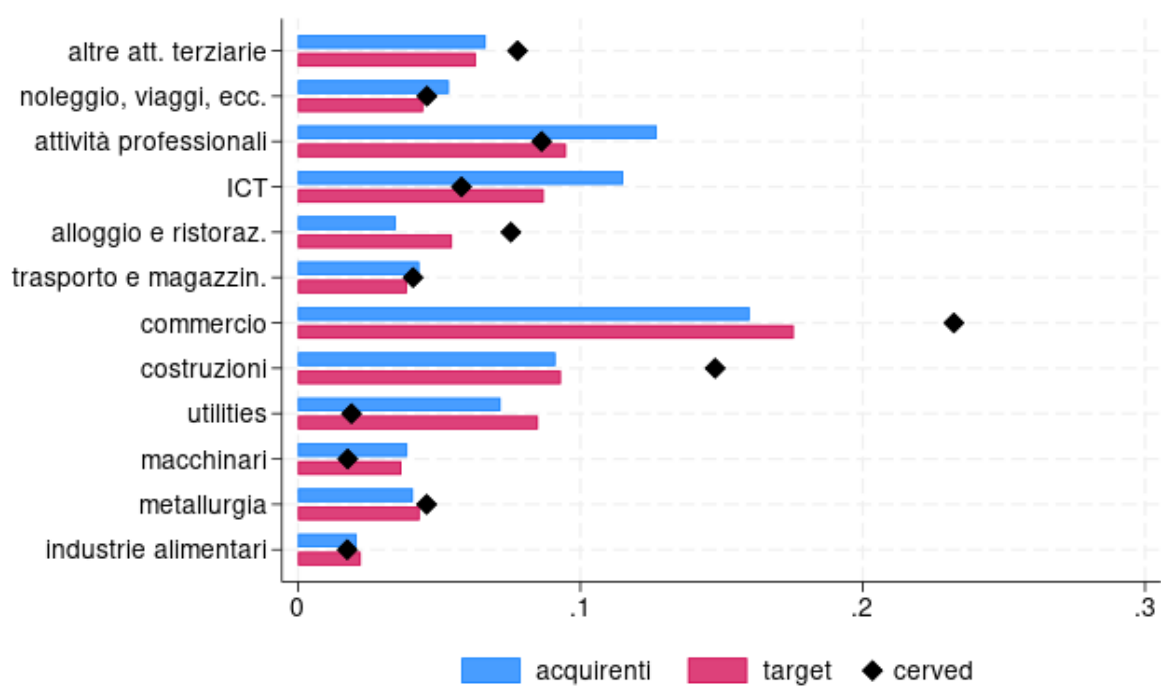
Tavola A.3 – Campione europeo: caratteristiche degli acquirenti
(target non finanziarie)

	Germania	Spagna	Francia	Italia
<i>Numero di acquirenti (1)</i>	10.517	19.290	7.027	5.359
<i>Provenienza (%)</i>				
<i>Nazionale</i>	60,5	89,5	74,7	68,1
<i>Europeo</i>	18,5	5,6	11,4	17,2
<i>Extra europeo</i>	21,0	5,0	13,9	14,7
<i>Acquirenti NFC:</i>	8.918	17.826	5.553	4.432
<i>Stesso macrosettore (%)</i>	79,2	78,9	80,8	76,8
<i>Stessa branca di attività (%)</i>	58,8	60,6	60,8	53,6

Fonte: elaborazioni su dati Orbis.

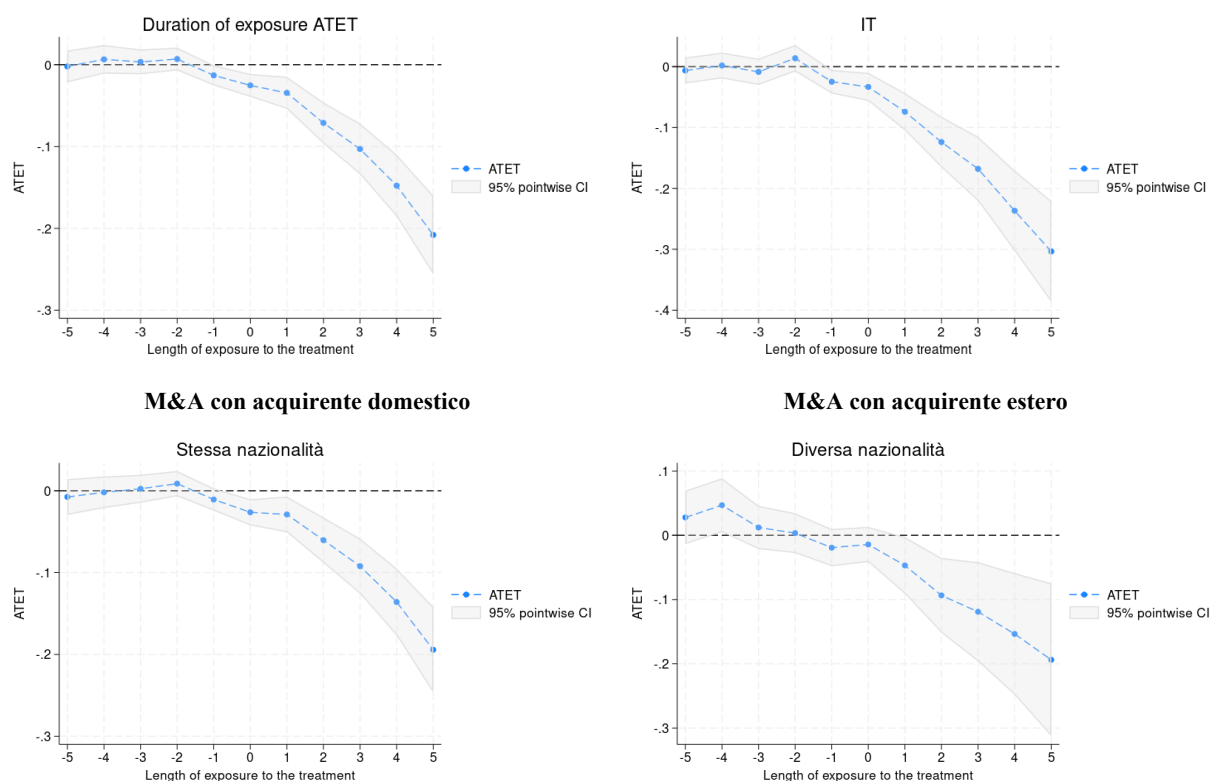
(1) Sono conteggiati solo gli acquirenti identificati puntualmente da Orbis. Il numero di acquirenti può essere superiore al numero di operazioni in quanto possono esserci più acquirenti per ogni target.

Figura A.1 – Distribuzione settoriale



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere e Cerved.

Fig. A.2– Confronto europeo: effetti delle operazioni di M&A sul fatturato (1) - Not yet treated controls totale



Tav. A.4– Confronto europeo: effetti delle operazioni di M&A sul fatturato (1) - Not yet treated controls

Specificazione	Totale	Italia
FE: no	-0.15***	-0.16***
Standard error	(0.01)	(0.02)
N	247,612	42,445

Fonte: elaborazioni su dati Orbis.

(1) La tavola riporta le stime del coefficiente γ dell'equazione (1) ottenute con lo stimatore di Callaway e Sant'Anna (2021), utilizzando come gruppo di controllo le imprese not yet treated. Gli errori standard, riportati tra parentesi, sono robusti. L'orizzonte temporale considerato comprende cinque anni prima e cinque anni dopo l'operazione di M&A. Il fatturato è espresso in logaritmo.