

# l'impatto delle acquisizioni dall'estero sulla performance delle imprese italiane



## Sommario

<b>Executive summary .....</b>	<b>3</b>
<b>Introduzione.....</b>	<b>7</b>
<b>Investimenti diretti esteri – nel mondo e in Italia.....</b>	<b>10</b>
<i>Il quadro internazionale.....</i>	10
<i>Un’analisi sull’Italia e i benchmark europei.....</i>	13
<i>Le caratteristiche degli IDE in Italia.....</i>	16
<i>Conclusioni .....</i>	19
<b>Investimenti diretti esteri – impatto sulle imprese acquisite.....</b>	<b>21</b>
<i>Una breve rassegna della letteratura economica .....</i>	21
<i>Metodologia dell’analisi: propensity score matching e stime difference-in-difference.....</i>	23
<i>Dati e descrizione delle principali caratteristiche delle aziende multinazionali nel campione .....</i>	25
<i>La costruzione del controfattuale .....</i>	28
<i>Risultati.....</i>	30
<b>Le imprese acquisite dall’estero: cambiamenti, organizzazione e nuove prospettive .....</b>	<b>33</b>
<i>Un’analisi qualitativa sull’imprese acquisite dall’estero .....</i>	33
<i>Come eravamo .....</i>	35
<i>Come cambia l’impresa acquisita: una lettura lungo le principali funzioni aziendali .....</i>	37
<i>Conclusioni .....</i>	40
<b>Riferimenti bibliografici.....</b>	<b>42</b>

Il presente documento è stato elaborato da: Gianpaolo Bruno, Leonardo Catani, Claudio Colacurcio, Giulia Della Rocca, Alessandra Lanza, Stefano Sparacca

### Prometeia spa

via g. marconi 43, 40122 bologna, italia  
tel. +39 051 648 0911, fax +39 051 220 753  
info@prometeia.com  
www.prometeia.com

## Executive summary

Per leggere la storia economica degli ultimi vent'anni, pochi concetti hanno il potere evocativo e di sintesi degli **investimenti diretti esteri (IDE)**, il cui valore è arrivato a **1/3 del PIL mondiale** rispetto a meno di 1/10 del 1990. Attraverso la loro evoluzione e le loro direttrici i flussi internazionali di capitale hanno caratterizzato la cosiddetta **seconda fase della globalizzazione**: dallo scambio di merci all'organizzazione di **catene del valore** su vere e proprie filiere transnazionali.

Negli ultimi vent'anni gli IDE **hanno favorito un riequilibrio delle gerarchie nell'industria globale**, dove fino al 1990 la triade Europa Occidentale, Stati Uniti e Giappone originava il 75% della produzione, mentre oggi non arriva al 50. I capitali internazionali sono stati il dispositivo attraverso cui **organizzare filiere globali** favorendo il trasferimento di tecnologia e *know how* manifatturiero che valorizzasse i vantaggi competitivi dei nuovi produttori; più della metà dell'export cinese origina del resto da multinazionali estere e spesso l'insediamento produttivo è stato un prerequisito per l'apertura del mercato.

La forza inclusiva degli IDE non peraltro solo dal lato dell'offerta, ma sono stati lo **strumento per rendere accessibili nuovi bacini di domanda**. Attraverso iniziative sul fronte della distribuzione, della logistica e dell'assistenza post vendita, gli IDE hanno trasformato in opportunità, quello che i crescenti livelli di ricchezza nel mondo emergente classificavano solo come potenziale. E' il caso per esempio degli investimenti esteri sui canali di vendita, un passaggio obbligato per raggiungere il consumatore finale, ma che spesso non è garantito affidandosi a sistemi distributivi locali. Analogamente anche all'interno delle economie avanzate la presenza diretta ha permesso un miglioramento qualitativo del presidio, aumentando il livello di servizio (tipico il caso dell'assistenza nei beni d'investimento), acquisendo informazioni di prima mano e rispondendo tempestivamente alla propria clientela.

**Hanno fatto inoltre da cartina tornasole dell'evoluzione della ricchezza mondiale, mettendo in luce nuovi protagonisti**. Cina, Russia, Brasile sono entrati recentemente nella graduatoria dei primi 20 investitori mondiali. Più in generale la quota dei cosiddetti BRIC sullo stock degli IDE del mondo è quasi triplicata dal 1990 passando da un livello del 2% al 5.8% nel 2013.

Sono inoltre diventati un **indicatore fondamentale per valutare attrattività e la competitività di un sistema paese**. Le due dimensioni diventano due facce della stessa medaglia: le imprese multinazionali si radicano nel territorio, condividono con le imprese locali condizioni ed esigenze, avendo dalla loro una maggiore propensione nel cogliere le opportunità e le insufficienze dei paesi ospiti. Nel quadro di una competizione globale fatta non solo di imprese, ma anche di territori, chi si candida ad accogliere iniziative produttive dall'estero è oggi chiamato a valorizzare i propri punti di forza su più dimensioni: dalla qualità delle specializzazioni produttive all'offerta formativa, dalla dotazione infrastrutturale ai tempi dell'amministrazione pubblica, dalle regole per le imprese alle leggi sul lavoro.

**Attrattività e competitività diventano sempre più complementari** per l'analisi industriale dal momento che sui presupposti dell'una si sviluppano le opportunità dell'altra. Questo legame intrinseco dovrebbe essere ancor più evidente per l'Italia, **il 7° esportatore mondiale di merci, ma appena il 18° in termini di IDE sul territorio**. Rispetto ai benchmark europei il paese paga ancora un ritardo che solo negli ultimissimi anni ha mostrato qualche debole segno di recupero. Rimane tuttavia un ampio gap da colmare così come evidenziato dalla numerosità di iniziative dall'estero che hanno coinvolto il paese nell'ultimo decennio: **per l'Italia 1652 e 2315 fra greenfield e acquisizioni internazionali contro 4500 e 4200 per la Francia e 6100 e 5900 per la Germania**. E' proprio attraverso l'apporto esterno che il paese potrebbe invece fronteggiare alcuni dei vincoli strutturali che caratterizzano l'industriale nazionale e ne frenano il potenziale. Un esempio è quella della non sufficiente attività ricerca e sviluppo alla cui spesa le multinazionali estere in Italia già contribuiscono per oltre il 24% a fronte di un peso sull'occupazione intorno al 7%. Analogamente originano il **25% delle esportazioni** promuovendo la partecipazione dell'Italia alle catene globali del valore (il 43% di questi flussi è destinato all'interno dello stesso gruppo). Il contributo e lo stimolo al miglioramento del modello industriale emerge inoltre dalle caratteristiche degli investimenti esteri in Italia negli ultimi vent'anni: **tecnologicamente avanzati, con un'organizzazione del lavoro più moderna** e che premiano i settori e i territori più competitivi all'interno del paese.

Gli IDE sono tuttavia imprese e sono come le imprese talvolta interessati loro stessi, o comunque intervengo, nell'ambito di crisi, ristrutturazioni e selezioni dolorose. Non mancano quindi occasioni in cui questo legame positivo può apparire più controverso. Nel caso di acquisizioni di imprese storiche del made in Italy o marchi particolarmente noti, **l'ingresso di investitori esteri è spesso percepito più come sintomo di resa del sistema produttivo** piuttosto che riconoscimento di competitività. **La proprietà straniera è percepita spesso come una minaccia soprattutto dopo operazioni di M&A** (fusioni e acquisizioni), che è peraltro la modalità prevalente per gli IDE nei paesi di vecchia industrializzazione. Se nel caso di operazioni greenfield la creazione da zero di nuove attività è generalmente accolta favorevolmente, quando l'internazionalizzazione riguarda realtà già esistenti (e mettere quindi in discussione rapporti già consolidati) il dibattito si fa più acceso.

Fuori da casi specifici, tanto drammatici, ma non per questo rappresentativi, **il contributo medio osservabile analizzando quasi 500 acquisizioni dall'estero è decisamente positivo**. Lontano da un'immagine predatoria e dequalificante spesso attribuita agli investimenti stranieri, lo studio delle caratteristiche delle imprese che sono passate sotto il controllo estero e della loro performance negli anni seguenti suggerisce un gioco a somma positiva offerto dall'internazionalizzazione. Più che realtà in crisi e fuori mercato, i bilanci delle imprese acquisite le descrivono come **più strutturate, finanziariamente solide e dotate di asset competitivi superiori ai propri concorrenti**. Emerge tuttavia un tema di **non adeguata valorizzazione** della redditività, un differenziale negativo che proprio **una dimensione multinazionale può rilanciare** (da un risparmio sul sourcing all'efficientamento di logistica e distribuzione, tipici dei grandi gruppi).

Il tema delle opportunità derivanti dalla dimensione multinazionale emerge nitidamente osservando **cosa è successo alle imprese dopo l'acquisizione sia in termini di risultati sia di cambiamenti organizzativi**. In particolare il premio multinazionale è tanto più evidente quando intorno all'impresa acquisita si costruisce un adeguato gruppo di controllo. Negli anni della crisi e della perdita di oltre il 25% di capacità industriale, anche la sopravvivenza in sé potrebbe rappresentare un risultato di qualche conforto. Al contrario in anni di sviluppo come quelli che hanno caratterizzato l'industria italiana prima del 2008, non basta un segno positivo nel fatturato per certificare la bontà di una strategia.

Le stime offrono quindi una dimensione del premio (o di un eventuale contributo negativo) offerto dalla sopraggiunta taglia internazionale. Per questo **l'analisi costruisce un benchmark accurato su cui valutare le imprese acquisite dall'estero, un controfattuale fatto di imprese simili per dimensione, attività, equilibri finanziari e posizionamento**. Si tratta in altre parole di individuare uno **scenario alternativo che racconta come l'impresa sarebbe stata in assenza del passaggio al controllo estero**.

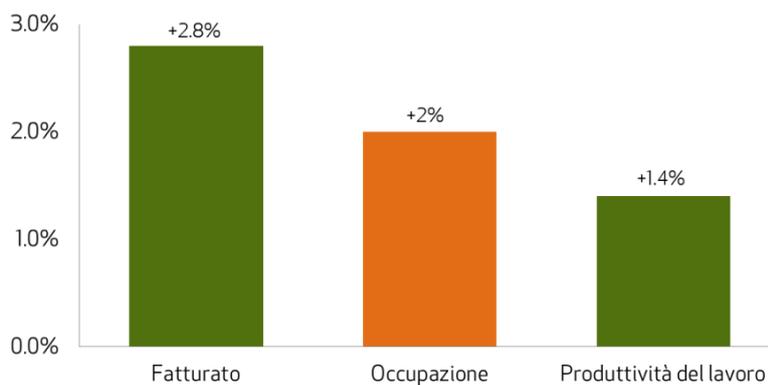
I risultati dell'analisi econometrica condotta su un orizzonte temporale che va dalla fine degli anni novanta agli anni immediatamente successivi alla crisi confermano il contributo positivo su più dimensioni: **fatturato (+2.8% all'anno), produttività (+1.4%), occupazione (+2%)**. Divenute parte di gruppi multinazionali le imprese sono mediamente cresciute sul fronte delle vendite, per esempio servendo nuovi mercati e più produttive, spesso adottando migliori sistemi di organizzazione del lavoro. Soprattutto **il passaggio al controllo estero non ha affatto penalizzato la dimensione occupazionale**. Al contrario nuovi capitali e guadagni di quota di mercato (impliciti in un fatturato che cresce più dei concorrenti) hanno consentito di aumentare il numero di lavoratori impiegati e quindi migliorato il rapporto dell'impresa con il territorio d'insediamento.

Se alcuni casi di cronaca, eclatanti proprio perché eccezionali, raccontano quindi di un rapporto conflittuale fra nuovi padroni e interessi nazionali, l'allargamento del piano di osservazione (di fatto tutte le acquisizioni oltre la taglia dei 2.5 milioni di euro di fatturato nell'ultimo decennio) e la costruzione di controfattuali adeguati (quale sarebbe stato il quadro in assenza di acquisizioni dall'estero) offrono un'immagine diversa: investitori che guardano all'industria italiana per i suoi punti di forza e che contribuiscono a far crescere sul territorio le realtà acquisite.

Si tratta di conclusioni che hanno un risvolto anche in chiave di politica industriale, chiamata a valorizzare un concetto di internazionalizzazione a più dimensioni. Dall'analisi emerge come **il carattere multinazionale delle imprese e delle catene del valore è ormai uno dei tratti salienti del confronto globale** e un ingrediente essenziale per competitività. Questo può essere acquisita attraverso una crescita italiana oltre confine come anche favorendo l'ingresso di investitori esteri in Italia. **Se specializzazione, dimensione, controllo familiare sono stati fondamentali nel costruire quello che oggi è riconosciuto come made in Italy nel mondo**, i risultati post acquisizione raccontano come **gli stessi elementi hanno forza sufficiente per**

uscire valorizzati e non penalizzati dopo l'ingresso di nuovi investitori. Una maggiore internazionalizzazione dell'industria non è necessariamente un sintomo di resa, ma al contrario può rappresentare uno degli elementi per il suo rilancio, rinforzando quel ruolo di *hub* globale della qualità manifatturiera a cui sia la storia industriale sia l'attuale posizionamento dell'Italia nel quadro degli scambi candidano il paese.

***Il premio delle acquisizioni dall'estero in sintesi: differenziali annui di crescita di fatturato, occupazione e produttività fra imprese acquisite e i rispettivi controfattuali***



## Introduzione

Globalizzazione, outsourcing, investimenti esteri: tutti termini entrati da quasi vent'anni nel dizionario dell'analisi industriale, ma spesso ancora indecifrati, talvolta fraintesi, nel dibattito economico. Il tema delle multinazionali e del controllo estero delle imprese, in particolare, oscilla ancora fra visioni contrapposte; da strumento necessario per competere nel nuovo assetto dell'economia internazionale per alcuni, a minaccia degli equilibri dell'industria tradizionale e fra le cause delle sue difficoltà per altri.

Guardando all'opinione del grande pubblico, l'indagine PEW Global Attitudes<sup>1</sup> ha misurato e confrontato fra paesi il grado di comprensione e il giudizio sulla globalizzazione. Già prima della crisi del 2008-'09 i risultati mostrano una profonda spaccatura fra l'evoluzione degli equilibri economici e l'opinione in merito ai cambiamenti. Se i fatti raccontavano di una crescente integrazione delle filiere globali, la percezione era quella di una profonda sfiducia verso il nuovo assetto internazionale. Dalla rilevazione su un campione di oltre 45 000 persone in 47 paesi emergevano in particolare sul tema delle imprese estere due blocchi di contrapposti; da un lato paesi riconducibili ai nuovi mercati che della globalizzazione coglievano gli aspetti più promettenti, dall'altro le aree di più antica industrializzazione che mostravano invece una certa insofferenza. L'Italia fra questi era in particolare il paese dove il concetto di impresa multinazionale, intesa sia nel senso passivo di accogliere nuovi player sul mercato domestico, sia in quello attivo di organizzare iniziative oltre confine, era visto con maggiore sospetto; non sarebbe difficile immaginare in quale direzione il sentire comune sia scivolato se, dopo due recessioni, si facesse oggi un aggiornamento dell'indagine.

Anche nell'ambito della letteratura economica il tema degli Investimenti Diretti Esteri (di seguito anche IDE) hanno raccolto una crescente attenzione, da un lato modellando attraverso l'inserimento di filiere produttive globali e l'insediamento all'estero il framework di riferimento per l'analisi del commercio internazionale (ad es. Krugman 1990), dall'altra per testare la fondatezza di certi timori cogliendo in particolare gli effetti sulle imprese e i paesi coinvolti nei processi di internazionalizzazione (es. Barba-Navaretti e Venables, 2004).

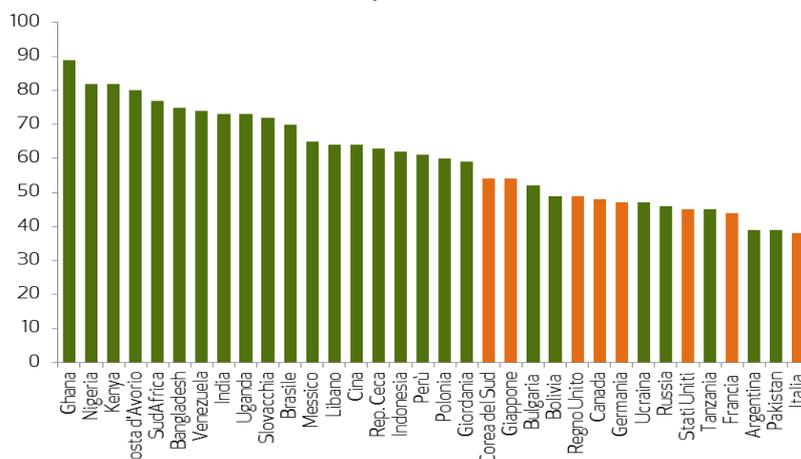
Un'ampia parte della ricerca si concentra, tuttavia, soprattutto sugli effetti sull'economia del paese di origine dei flussi esteri, e in particolar modo sull'impatto sul mercato del lavoro. Un numero relativamente inferiore di studi approfondisce gli effetti degli IDE in entrata, un tema invece piuttosto rilevante se si considera la significativa incidenza delle imprese a diretto controllo estero nelle principali economie avanza-

---

<sup>1</sup> PEW Research (2007), 47-Nation Pew Global Attitudes Survey

te. In Italia esse contribuiscono ad esempio al 16.4% del fatturato dell'industria e dei servizi<sup>2</sup>, al 13.4% del valore aggiunto e al 7.1% degli addetti (Istat, 2013).

**Impatto delle multinazionali nel paese: percentuale risposte giudizi positivi  
(in arancione i paesi industrializzati)**



Fonte: PEW Research (2007), 47-Nation Pew Global Attitudes Survey

In particolare fra le diverse modalità di IDE è opportuno approfondire gli aspetti collegati a fusioni e acquisizioni dall'estero e che vedono come target un'impresa nazionale. Se nel caso di operazioni greenfield la nascita di nuove attività economiche è generalmente accolta con un giudizio favorevole (nuovi occupati, tecnologia, domanda di servizi), quando l'ingresso di soggetti esteri avviene con il passaggio di proprietà di una realtà già esistente, i toni si fanno più controversi. Da un lato sono infatti facilmente riconoscibili nell'afflusso di nuovi capitali un possibile trasferimento di tecnologia, *know how* e commesse dalla casa madre. Dall'altro però la perdita del controllo e le dimensioni dei nuovi investitori portano timori in merito alle prospettive sul lavoro e sul livello di concorrenza nel mercato. Spesso le possibili acquisizioni diventano l'occasione per veri e propri esami di coscienza del sistema paese che attraverso la cassa di risonanza dei media si interroga sulla convenienza ad aprire ai nuovi arrivati industrie divenute tutte a un tratto strategiche, per tipo di prodotti, tradizione industriale o legame con il territorio.

Stabilire quale sia il risultato netto diventa quindi un gioco di sottile equilibrio fra minacce e opportunità collegate all'ingresso dell'investitore estero, dove la loro misurazione ha un valore tanto più significativo, quanto irrazionali sono le paure.

Attraverso uno schema metodologico che verrà illustrato nei prossimi paragrafi, questo lavoro si propone quindi di rispondere a quattro principali quesiti:

<sup>2</sup> Il contributo delle imprese a controllo estero è inoltre particolarmente significativo per quanto riguarda la spesa privata in ricerca e sviluppo (24.2%) (Istat, 2013).

- Come si colloca l'Italia nel quadro degli investimenti dall'estero?
- Quali sono le caratteristiche aziendali che maggiormente attraggono l'interesse delle multinazionali estere nel portare avanti operazioni di acquisizione del controllo?
- In che misura l'acquisizione del controllo da parte di multinazionali estere impatta sulla performance delle imprese?
- Quali sono i cambiamenti nella vita di un'impresa con l'ingresso di un investitore estero

Al fine di rispondere ai quesiti, il presente lavoro è articolato nel seguente modo. Nella prima parte è organizzata una breve introduzione sul quadro degli investimenti diretti esteri globali dal punto di vista della dinamica, delle modalità di investimento, dei principali settori e paesi coinvolti. All'interno di questa analisi è offerto un focus sull'Italia e un confronto del quadro nazionale con i principali benchmark europei. Sono poi dettagliati i numeri e le caratteristiche dell'internazionalizzazione passiva e il contributo degli IDE sul totale delle imprese residenti.

La seconda sezione rappresenta la parte più innovativa dell'analisi ed è dedicata a metter in luce quali caratteristiche industriali favoriscono i processi di acquisizione dell'estero e le conseguenze economiche di questi investimenti. Questo parte dello studio procede attraverso una rassegna delle principali indicazioni emerse dalla letteratura economica sul tema e dalla realizzazione di modello econometrico ad hoc per la misurazione degli effettivi risultati aziendali prodotti dalle acquisizioni del passato. Gli indicatori di performance analizzati sono: il fatturato, l'occupazione e la produttività del lavoro. Il database utilizzato nella ricerca combina i micro-dati Reprint (Politecnico di Milano - ICE) sugli IDE in entrata con le informazioni sui bilanci delle imprese italiane di Prometeia. L'analisi quantitativa è infine integrata da un'indagine qualitativa sul campo, dove attraverso la raccolta di testimonianze e incontri diretti sono stati analizzati i principali cambiamenti che l'acquisizione estera ha portato dal punto di vista dell'organizzazione e della governance delle imprese.

## Investimenti diretti esteri – nel mondo e in Italia

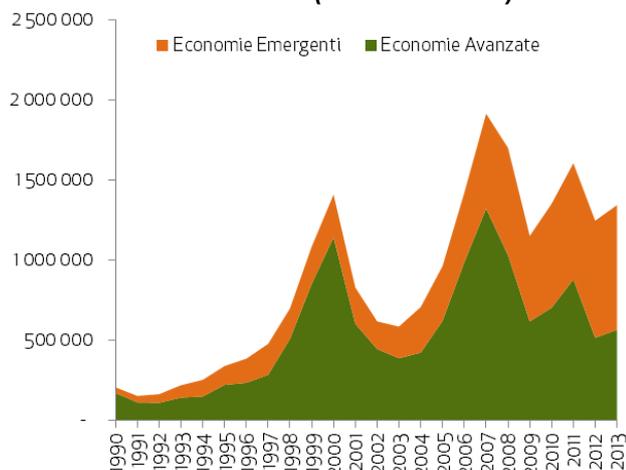
### Il quadro internazionale

Negli ultimi vent'anni gli investimenti diretti esteri (di seguito IDE) sono stati uno dei tratti caratteristici di una nuova ondata di globalizzazione, quella dove accanto a una crescita vorticosa degli scambi di merci ha assunto sempre più rilevanza l'internazionalizzazione dei capitali.

Anche dopo la crisi del 2009, i flussi sono tornati a crescere e ogni anno hanno movimentato mediamente 1.5 trilioni di dollari, un valore più basso rispetto al biennio 2007-08 (due punti di massimo nella storia degli IDE), ma comunque superiore a quelli dei cinque anni precedenti.

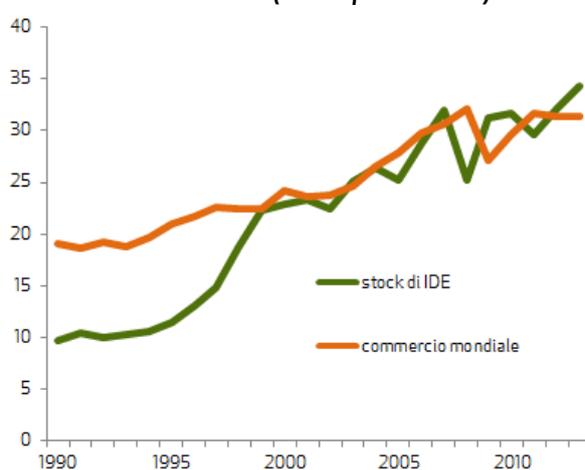
Alla fine del 2013, lo stock di IDE (una misura cumulata e aggiornata degli investimenti attivi) nel mondo valeva 25 trilioni di dollari, per un'incidenza sul prodotto interno lordo del 34% (era il 9% nel 1990). Per fare un confronto, il livello è simile a quello detenuto sul PIL mondiale dal commercio di beni e servizi (che era però il 19% nel 1990).

**Flussi di investimento diretto estero per area di destinazione (milioni di dollari)**



Fonte: Unctad

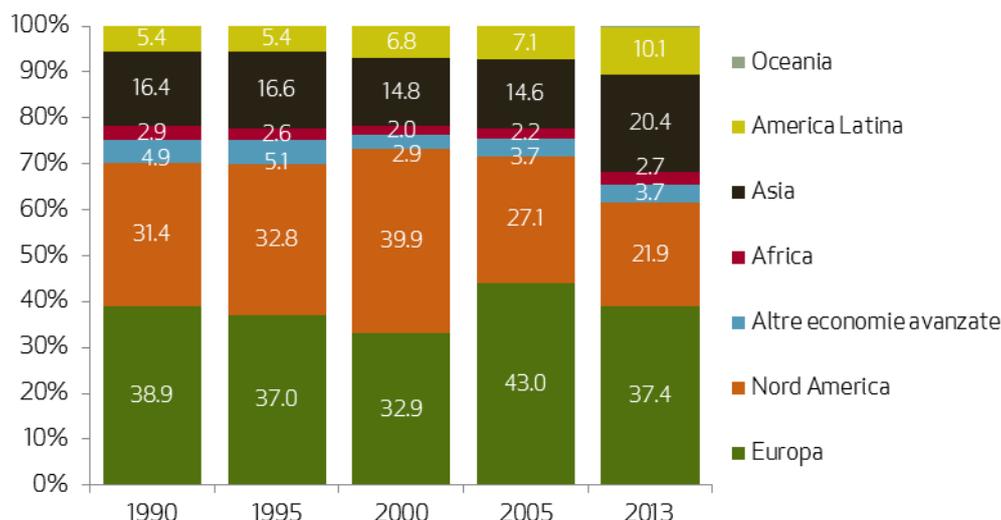
**Stock di IDE nel mondo e commercio mondiale in % del PIL (valori percentuali)**



Fonte: Unctad

Il parallelismo fra scambi di beni e servizi e internazionalizzazione dei capitali non si esaurisce nel tema dimensionale. Così come la globalizzazione delle merci ha visto nella sua storia recente la comparsa di nuovi protagonisti, anche gli IDE hanno sperimentato un forte riequilibrio in favore del mondo emergente, che oggi raccoglie il 37% degli stock rispetto a un ben più contenuto 2% agli inizi degli anni novanta. Non si tratta peraltro di un semplice parallelismo, ma in molti casi di vero e proprio legame di causa effetto considerando che più della metà dell'export cinese origina per esempio da multinazionale estere insediate nel paese.

**Distribuzione per area geografica degli stock di IDE in entrata (valori percentuali)**

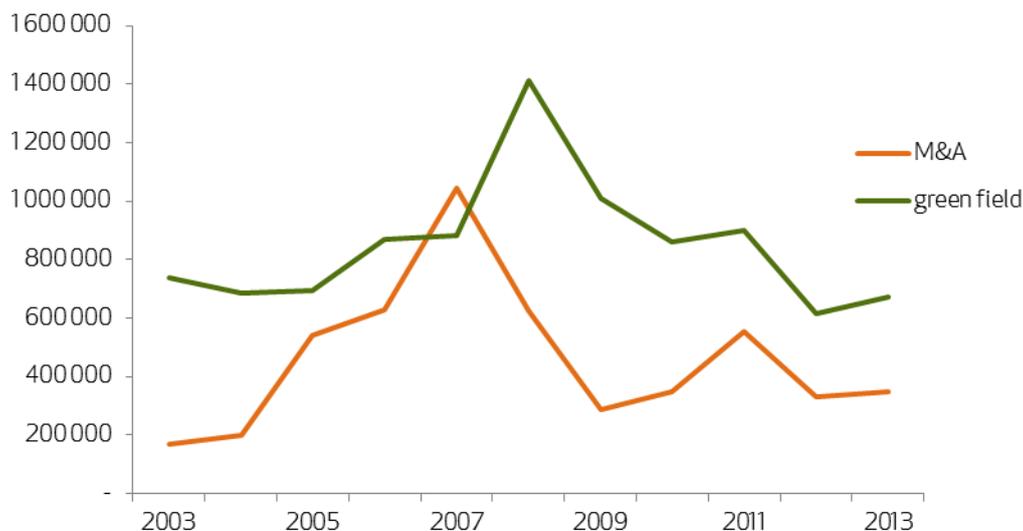


Fonte: Unctad

I mercati emergenti non sono tuttavia solo terre di conquista e negli ultimi anni così come è aumentata la loro quota sulla ricchezza globale, così è cresciuto il loro peso fra gli investitori. Nel 1990 il mondo emergente non arrivava all'1% dello stock di IDE nel mondo, oggi è vicino al 15%. Questa ricomposizione fra gli investitori contribuisce peraltro a spiegare un fenomeno recente nel quadro degli IDE globali, quello della diminuzione di investimenti diretti esteri cosiddetti greenfield (in pratica imprese che prima non esistevano) e l'aumento relativo di fenomeni di acquisizione di aziende già presenti sul mercato. Molti produttori emergenti sono infatti interessati a riqualificare il proprio posizionamento e utilizzano lo strumento dell'investimento diretto per acquisire tecnologia, *know how* ed *asset* immateriali indispensabili per questo *upgrading* (i produttori emergenti sono stati nell'ultimo anno responsabili per il 55% del valore delle M&A internazionali).

Questa evidenza è particolarmente rilevante a partire dal 2009, quando dopo la crisi sono aumentate in tutto il mondo la propensione e le opportunità per una crescita per linee esterne, piuttosto che tramite l'attivazione di progetti ex nihilo. Guardano ai numeri degli ultimi anni in particolare, le acquisizioni viaggiano a un ritmo vicino alle 10 mila operazioni all'anno, per un valore (348 miliardi di dollari nel 2013) che è ancora inferiore, ma più vicino rispetto al passato a quello dei progetti greenfield.

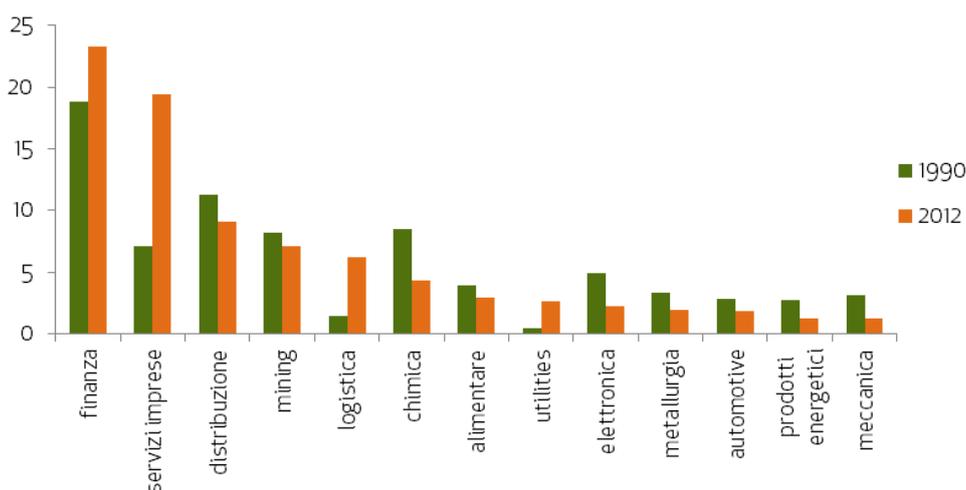
**Valore di M&A internazionali e progetti greenfield all'estero (milioni di dollari)**



Fonte: Unctad

Altro tratto saliente che emerge da un'analisi di lungo periodo sugli IDE è il diverso profilo settoriale che gli investimenti internazionali hanno assunto nel tempo. In linea con un processo di terziarizzazione che ha riguardato buona parte delle economie avanzate (almeno fino alla crisi del 2009) anche gli IDE hanno messo in luce un trend decrescente del comparto manifatturiero e un risalita del peso dei servizi, che oggi pesano il 64% dello stock di IDE nel mondo con punte del 66% fra le economie avanzate (i livelli erano rispettivamente il 47 e il 50% nel 1990).

**Principali settori degli IDE mondiali (percentuale su stock IDE in entrata)**



Fonte: Unctad

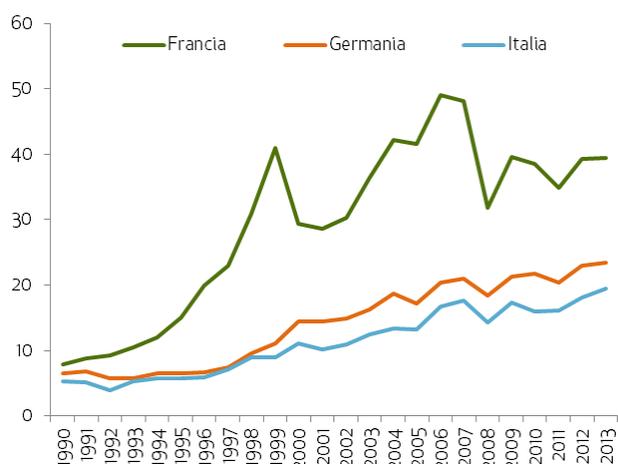
Anche a seguito di processi di liberalizzazione ed apertura dei mercati (si pensi all'impatto regolamentare sulle banche avuto dalla creazione di un mercato unico dei capitali in Europa) i servizi finanziari e le *business activities* sono quelle che hanno sperimentato il maggior guadagno di quota negli ultimi trent'anni (ri-

spettivamente 23 e 19% dello stock di IDE globali nel 2012). Fra gli altri settori le principali attività cui si indirizzano gli investimenti internazionali sono legati principalmente allo sfruttamento di risorse naturali (il *mining* arriva al 7%) alla valorizzazione della prossimità con il mercato finale (distribuzione e logistica pesano rispettivamente il 9 e il 6%) o alla trasposizione su scala internazionale di vantaggi tecnologici o proprietari legati presente a marchi e brevetti (automotive, meccanica ed elettronica superano insieme il 5%, l'alimentare il 3%, la metallurgia il 2%).

### Un'analisi sull'Italia e i benchmark europei

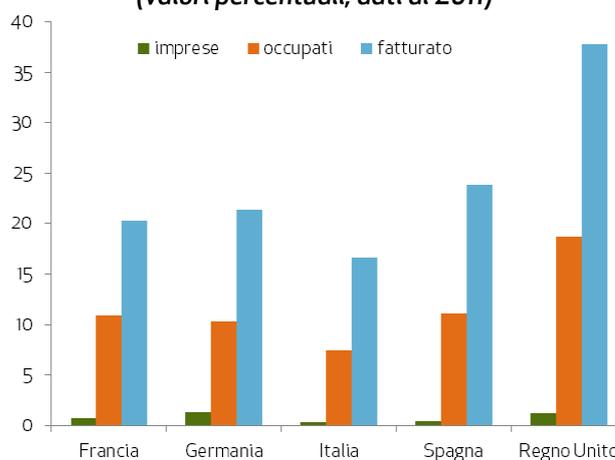
L'Italia è in termini di PIL l'8' economia al mondo, la 7' per quello che riguarda le esportazioni di merci, ma solo la 18' per dimensione di investimenti diretti dall'estero. Se rapportati alla dimensione delle rispettive economie lo stock di investimenti vale in Italia il 19% del PIL, rispetto un livello del 23% per la Germania, del 29% per gli Stati Uniti, intorno al 40% per Francia, Spagna e Regno Unito.

**IDE in entrata in % del PIL**



Fonte: Unctad

**Il peso delle multinazionali estere per paese (valori percentuali, dati al 2011)**



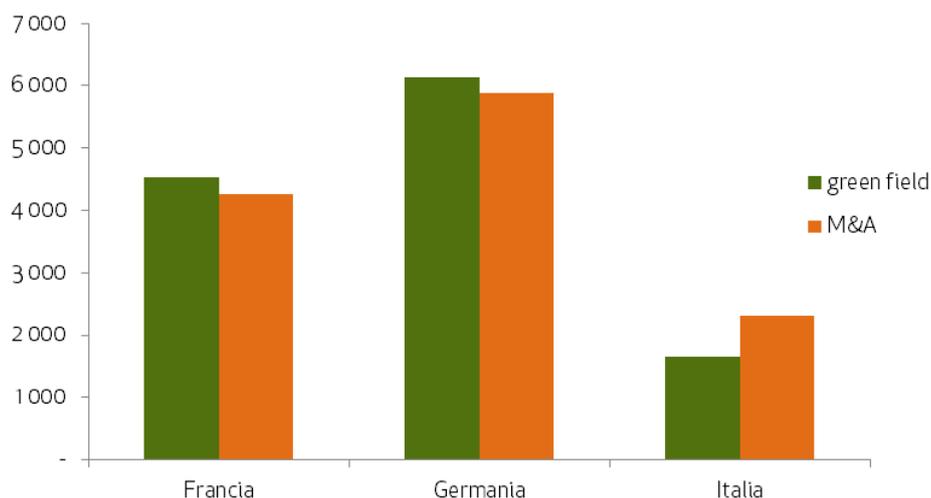
Fonte: Ocse

E' questo un divario che è andato ampliandosi rispetto all'inizio della terza ondata di globalizzazione (nel 1990 il differenziale era di appena 1 un punto con la Germania e di 2 con la Francia) e che ha mostrato timidi segnali di recupero solo nell'ultimo periodo. L'Italia risulta fra i paesi meno interessanti per gli investimenti dall'estero anche utilizzando misure alternative dell'internazionalizzazione passiva. Le multinazionali estere secondo l'OECD sono solo 0.3% delle imprese, occupano il 7.5% della forza lavoro e realizzano il 16% del fatturato nazionali (con dati medi europei per le stesse variabili rispettivamente dell'1%, del 12 e del 24).

Per quello che riguarda le modalità d'investimento emerge come a questo equilibrio e al leggero recupero dell'ultimo periodo hanno contribuito soprattutto le acquisizioni dall'estero, secondo l'Unctad 2300 in 10

anni con un picco di 300 all'anno nel biennio 2007-'08. Anche in questo caso permane un divario con i benchmark di riferimento (4300 quelli in Francia, 5900 in Germania), ma è comunque più contenuto rispetto alla componente greenfield. Il numero di progetti negli ultimi 10 anni è stato poco superiore a 1700 (4500 per la Francia, 6100 per la Germania).

**IDE per modalità (numero di M&A e greenfield globali per paese nel periodo 2004-'13)**



Fonte: Unctad

Numerosi analisi hanno indagato negli anni le conseguenze e le ragioni collegate alla bassa attrazione di investimenti. Da un lato ci sono quanti mettono in luce il costo opportunità di una ridotta internazionalizzazione perché priva il paese di opportunità di sviluppo attraverso capitali freschi, nuova occupazione, trasferimenti tecnologici e di conoscenza. Dall'altro c'è chi vede nel minor afflusso di capitoli esteri la certificazione di un problema di un sistema paese, che ha perso 10 punti di crescita in dieci anni rispetto ai partner europei e rimane nella parte bassa delle classifiche internazionali per crescita della produttività e indici di doing business. Attrattività e competitività sono in altre parole sinonimi: le imprese multinazionali si radicano nel territorio, condividono con le imprese locali condizioni ed esigenze, avendo dalla loro una maggiore propensione nel cogliere le opportunità e le insufficienze dei paesi ospiti.

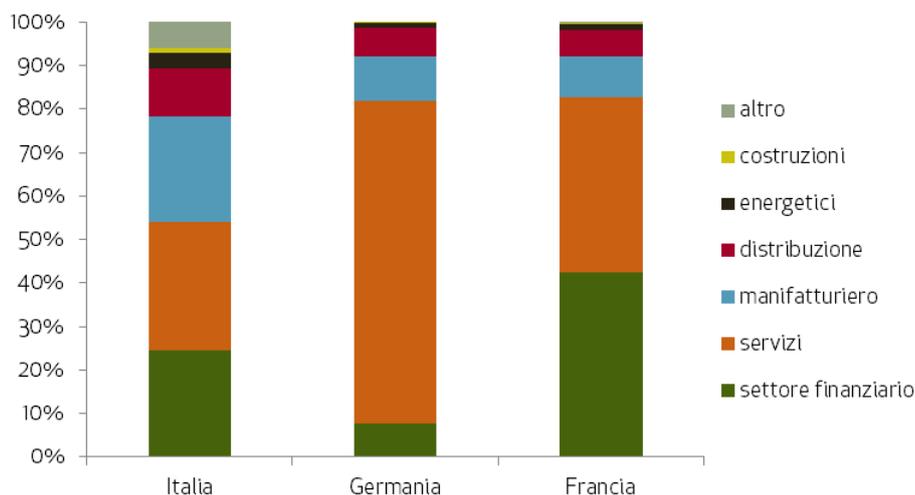
Al netto di molte precisazioni che andrebbero fatti su alcuni indicatori (è il caso della produttività) e senza pretesa di essere esaustivi, è certamente vero come i fattori che spiegano il tono minore degli IDE in Italia sono da ricercare su più livelli. Alcuni sono per così dire strutturali e legati a un modello di specializzazione poco allineato ai trend internazionali (forte presenza di settori tradizionali, bassa contendibilità delle imprese familiari). Altri che fanno riferimento a gap competitivi di sistema (tempi giudiziari, burocrazia, criminalità, assenza di un mercato dei capitali che favorisca le acquisizioni e i passaggi di proprietà).

**Confronto tra paesi: alcuni fattori critici per l'attrattività**

**Confronto tra paesi: alcuni fattori critici per l'attrattività**

	Italia	Francia	Germania
<b>RICERCA E SVILUPPO</b> spesa in R&S in % del PIL (dati Eurostat 2011)	1.25	2.25	2.89
<b>CAPITALE UMANO</b> n. laureati in materie tecnico-scientifiche per ogni 1000 abitanti di età tra 20-29 anni (dati Eurostat 2012)	13.2	22.1	16.2
risorse umane impiegate in ambiti scientifici e tecnologici in % della forza lavoro (dati Eurostat 2012)	34.4	48.1	45.7
<b>DIFFUSIONE TECNOLOGIA</b> Incidenza GDM sul PIL (dati Assinform/Net consulting, FMI, OECD Economic Outlook n.94, European Commission e istituti statistici nazionali, 2013)	4.8	7.0	6.9
<b>INFRASTRUTTURE STRADALI</b> km di strade ogni 100000 abitanti (dati Eurostat 2011)	6 668	11 412	12 845
<b>INFRASTRUTTURE FERROVIARIE</b> km di ferrovie ogni 100000 abitanti (dati Eurostat 2011)	24 240	51 217	41 876
<b>PREZZO DELL'ENERGIA USO INDUSTRIALE</b> prezzo in euro per kWh (dati Eurostat 2012)	0.112	0.077	0.086
<b>SISTEMA AMMINISTRATIVO</b> tempo medio di attuazione dei contratti (gg) (dati doing business 2014)	1185	395	394
<b>SISTEMA GIUDIZIARIO</b> costi per le procedure d'insolvenza % capitale (dati doing business 2014)	22	9	8

**Stock di IDE in entrata per attività economica (valori percentuali, dati al 2010)**



Fonte: Eurostat

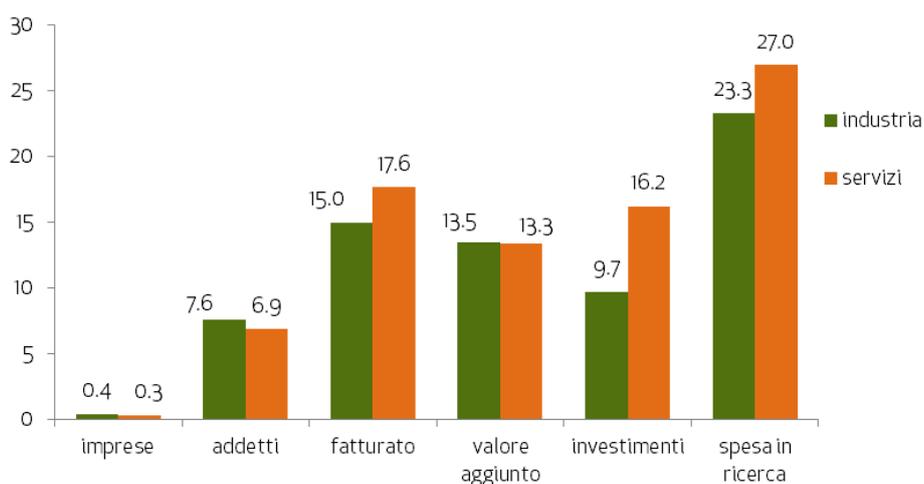
Non è un caso allora che gli investimenti diretti esteri in Italia premino rispetto al dato medio europeo la componente industriale del paese, che è dove si concentrano i principali elementi di competitività (quote di mercato sostenute, marchi forti, tecnologia, brevetti). Al contrario, è più contenuta la quota di investi-

mento destinata al settore dei servizi a persone e imprese, comparto caratterizzato da una serie di ritardi competitivi rispetto per esempio a Francia e Germania.

### Le caratteristiche degli IDE in Italia

Imprese più grandi, tendenzialmente europee, concentrate nelle aree più ricche e in settori a maggiori intensità tecnologica o di ricerca: sono questi i tratti caratteristici che emergono da una fotografia istantanea degli IDE in Italia.

**La quota delle imprese estere in % delle imprese in Italia (dati 2011)**



Fonte: Istat

L'ISTAT contava in Italia 13 527 imprese partecipate dall'estero (dati aggiornati al 2011). Queste impiegavano 1.2 milioni di occupati nel paese<sup>3</sup>. Si tratta di imprese contraddistinte da dimensioni ampiamente superiori al dato medio nazionale (nella sola industria 120 addetti per le estere in Italia 5 per quelle a controllo nazionale) e che presentano performance migliori in termini di produttività e redditività. Del resto le imprese estere in Italia originano ¼ della spesa di ricerca e sviluppo e delle esportazioni del paese. In altre parole le imprese multinazionali sono uno strumento fondamentale per tenere l'Italia agganciata a catene del valore sempre più internazionali (le imprese estere in Italia veicolano anche il 44% delle importazioni).

<sup>3</sup> Per confronto l'archivio ICE Reprint utilizzato in altre parti di questo rapporto censiva nel 2011 8500 imprese estere in Italia per quasi 900 mila addetti.

**Le principali grandezze economiche delle imprese estere in Italia**

	<i>Imprese (numero)</i>	<i>Addetti (numero)</i>	<i>Dipendenti (numero)</i>	<i>Fatturato (mln euro)</i>	<i>Valore aggiunto (mln euro)</i>	<i>Spesa in ricerca e sviluppo (mln euro)</i>
Estrattiva	30	1 445	1 436	441	131	—
Alimentare	179	30 124	30 067	16 809	3 865	19
Tessile moda	221	15 212	15 177	4 507	904	45
Legno e carta	84		11 207	4 266	912	6
Prodotti energetici	16	5 622	5 618	23 321	658	8
Chimica	253	33 008	32 942	18 866	3 962	139
Farmaceutica	115	35 323	35 293	18 090	5 059	303
Gomma e plastica	182	25 087	25 052	7 727	1 773	42
Prodotti per costruzioni	116	17 078	17 041	4 642	1 320	6
Metallurgia	84	19 636	19 619	13 009	1 198	17
Prodotti in metallo	270	23 960	23 907	6 718	1 685	61
<b>Elettronica</b>	<b>157</b>	<b>20 612</b>	<b>20 573</b>	<b>5 611</b>	<b>1 787</b>	<b>308</b>
Elettrotecnica	162	37 262	37 225	11 298	2 978	172
Meccanica	532	72 547	72 450	24 289	6 771	328
Automotive	121	37 469	37 444	8 971	2 358	212
Altri mezzi trasporto	54	15 991	15 976	4 408	1 525	190
Mobili	49	2 071	2 044	455	102	1
Altra manifattura	276	19 300	19 234	4 423	1 243	21
Utility	216	10 132	10 045	26 419	2 240	1
Costruzioni	552	12 266	12 048	4 126	961	5
Distribuzione	3 972	283 574	282 679	192 311	21 075	136
Trasporto	603	52 715	52 542	19 085	3 984	—
Servizi di alloggio e di ristorazione	197	53 679	53 642	3 675	1 633	—
Servizi di informazione e comunicazione	880	80 786	80 552	35 509	13 962	271
Attività finanziarie e assicurative	537	67 866	67 718	....	....	7
Attività immobiliari	1 264	2 955	1 966	1 163	702	—
Attività professionali, scientifiche e tecniche	1 241	42 637	42 331	11 774	5 131	313
Noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese	711	148 143	147 878	14 700	7 043	—
Istruzione, sanità, att. artistiche, sportive, di intrattenimento e altri servizi	453	20 402	20 281	6 377	1 618	11
<b>TOTALE</b>	<b>13 527</b>	<b>1 198 130</b>	<b>1 193 987</b>	<b>492 989</b>	<b>96 581</b>	<b>2 622</b>

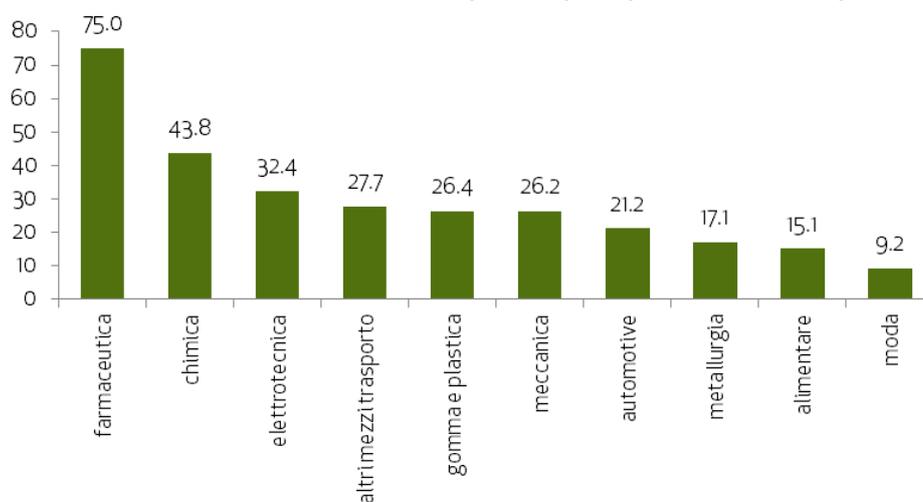
Fonte: Istat

Anche per questa regione le imprese estere si concentrano nelle aree più competitive e meglio integrate con i canali internazionali. In termini di distribuzione territoriale mergono le aree economicamente forti del paese, caratterizzate oltre che dalla presenza di cluster produttivi di elevata specializzazione, anche dai più elevati livelli di produttività (la sola provincia di Milano pesa per oltre un terzo degli IDE in entrata, Lazio, Veneto, Piemonte ed Emilia Romagna un ulteriore 33%, mentre il peso delle regioni meridionali e insulari si attesta su un'incidenza compresa tra il 3.6 e il 5% secondo le diverse stime).

La forte focalizzazione delle multinazionali su temi legati alla tecnologia e l'innovazione emerge anche nell'incidenza che gli investimenti esteri hanno nei diversi settori. Chimica farmaceutica, elettronica, automotive, meccanica sono fra i comparti dove il peso delle multinazionali estere è più rilevante (sempre oltre il 15% in termini di addetti occupati nel settore). Più in generale emerge un quadro settoriale degli investimenti che risulta contemporaneamente complementare ed allineato ai vantaggi competitivi dell'Italia. Da un lato gli investimenti esteri vanno a colmare vere e proprie lacune del sistema nazionale, è il caso per esempio di 16 miliardi di fatturato prodotto da multinazionali dell'elettronica elettrotecnica (ma anche della farmaceutica), dall'altro premiano la specializzazione italiana (24 miliardi nella meccanica, 17 nell'alimentare e 5 nel tessile moda). Si tratta in quest'ultimo caso di investimenti che guardano all'Italia per l'unicità delle sue risorse utilizzando il paese come piattaforma produttiva non solo per il mercato interno, ma anche in un'ottica globale (storicamente la competitività dell'offerta nazionale ha guidato anche una parte degli investimenti nel settore chimico nel paese). Nella meccanica per esempio il 26% delle esportazioni italiane è riconducibile a multinazionali estere nel paese; il contributo delle imprese a controllo estero sull'export è rilevante anche in settori tradizionali come alimentare e abbigliamento dove è rispettivamente del 15 e del 10%. Se il premio della specializzazione italiana guida soprattutto la dinamica manifatturiera, l'internazionalizzazione crescente nei comparti di distribuzione e altri servizi è utile per mettere in evidenza altri due aspetti fondamentali che guidano gli IDE nei paesi avanzati. Da un lato questi premiano le potenzialità del mercato interno (tipici gli investimenti nel commercio o nella logistica), dall'altro premiano processi di apertura che rendono accessibile il mercato (è il caso per esempio degli investimenti finanziari). Anche in queste situazioni i confronti di redditività ed efficienza rispetto alle imprese a controllo mettono in luce un contributo positivo delle multinazionali estere al miglioramento degli standard nazionali (per esempio il costo del lavoro e quindi anche gli stipendi pagati ai dipendenti sono nel caso delle imprese estere sempre superiori alla media nazionale).

L'assunzione di standard internazionali si riflette anche in miglioramenti organizzativi che sono generalmente tanto più evidenti quanto maggiore è la presenza di grandi economie avanzate fra gli investitori (Stati, Giappone e principali paesi europei). Nel caso dell'Italia, la matrice geografica dell'internazionalizzazione mostra una tipizzazione fortemente occidentale: oltre il 60% degli investitori provengono dall'Europa Occidentale, il 17% dal Nord America, il 4% del Giappone e un ruolo marginale, seppure in accelerazione, degli emergenti (Russia poco sopra al 2%, Cina intorno all'1% in termini di fatturato complessivo): a proposito del diverso contributo legato ai diversi paesi investitori è interessante rilevare, come rispetto a una minore incidenza in termini di fatturato le partecipate statunitensi mostrino risultati più importanti in termini di valore aggiunto. Al contrario le controllate asiatiche, a fronte di un'incidenza ancora relativa per altre variabili, mostrano un peso relativamente più sostenuto sul fatturato complessivo, e soprattutto sulla quantità di importazioni attivate, sottolineando il ruolo delle affiliate locali nell'approvvigionamento.

**Incidenza delle multinazionali estere sull'export dei principali settori (valori percentuali)**



Fonte: Istat

## Conclusioni

Negli ultimi vent'anni gli Investimenti Diretti Esteri sono stati fra i principali e più potenti motori dell'ultima fase della globalizzazione. Segnati da una flessione significativa durante la crisi del 2009 gli ultimi anni hanno mostrato una ripresa dei flussi che seppure lontani dai picchi del biennio precedente la crisi hanno già recuperato e superato quella del periodo immediatamente precedente. Nel disegnare lo scenario dei prossimi anni, commercio internazionale e investimenti esteri si presentano quindi come un importante driver di sviluppo dell'economia soprattutto per quei paesi che segnati dalla debolezza del mercato interno e dalla bassa disponibilità di casse delle imprese affidano a domanda estera e capitali internazionali la strada della ripresa. I parallelismi fra IDE e commercio vengono peraltro da lontano, quando nella storia recente entrambi hanno per esempio testimoniato l'ingresso degli emergenti come nuovi player globali e una componente settoriale che ha privilegiato tecnologia e complessità.

Dove il parallelismo fra IDE e commercio sembra funzionare solo in parte è proprio nel caso italiano. L'8' potenza industriale, il 7' esportatore di manufatti non arriva oltre la 18' posizione nella graduatoria degli investimenti diretti esteri in entrata. Il divario con i paesi europei è peraltro aumentato dall'inizio degli anni novanta e solo in tempi più recenti è emerso qualche segnale di miglioramento o parziale allineamento al trend europeo. Rimane comunque un divario importante che si misura in differenziali nel rapporto stock di IDE su PIL (Italia 19, Germani 23, Francia 40), contributo all'occupazione nazionale (Italia 7.5, Germani 10, Francia 11), numero di acquisizioni ogni anno (nel 2013 Italia 180, Germania 466, Francia 347), investimenti greenfield (nel 2013 Italia 113, Germania 784, Francia 412). All'origine di questo differenziale esistono ragioni strutturali per cui occorrono azioni di lungo periodo (per tutti il tema infrastrutturale o degli skill dei lavoratori), ma anche elementi con orizzonti relativamente più brevi (semplificazione amministrativa e svi-

luppo di un mercato dei capitali per favorire i trasferimenti). Quello che è certo è il costo opportunità legato alla bassa attrattività; un valore stimabile a partire dal contributo positivo di quegli investitori che già sono attivi in Italia. A fronte di un peso marginale sulla numerosità delle imprese, gli investimenti dall'estero contribuiscono per il 25% della spesa in ricerca e sviluppo e, fatto poco noto, anche al successo del made in italy nel mondo (il 25% dell'export italiano origina da multinazionali estere nel paese). Gli IDE sono in altre parole un anello per tenere agganciata l'Italia alle catene globali del valore che nel corso dei prossimi anni andranno a ridefinire la produzione globale. Privilegiano la tecnologica, guardano e valorizzano i vantaggi competitivi dei settori, come dei territori dove si insediano. Tengono aperte il legame con le grandi potenze occidentali, che sono da un lato il riferimento strategico per immaginare una piattaforma produttiva comune transnazionale o addirittura fra continenti (Europa USA in particolare), dall'altro lo strumento per il passaggio di conoscenza, tecnologia e *upgrading* industriale fra i soggetti coinvolti.

## Investimenti diretti esteri – impatto sulle imprese acquisite

### Una breve rassegna della letteratura economica

La teoria economica individua diversi canali attraverso cui l'acquisizione e il cambio di proprietà di un'impresa può influenzarne i risultati economici. Seguendo uno schema messo in luce da Bellak et al. (2006), si possono individuare in particolare tre meccanismi di trasmissione:

- 1) *Effetti attribuibili al cambio di management*. Una nuova gestione può indurre infatti una maggiore produttività per differenti ragioni:
  - a. attraverso l'esplorazione di nuovi mercati e opportunità alternative l'investitore estero può individuare l'azienda da acquisire che meglio si adatta alle proprie risorse manageriali, garantendo quindi una spinta propulsiva alla produttività.
  - b. "effetto disciplina". In caso di take-over estero i lavoratori dell'azienda acquisita possono aumentare i propri sforzi per timore di licenziamenti da parte del nuovo management.
  - c. un "ambiente economico" più favorevole nel paese di origine degli IDE può garantire all'investitore un vantaggio competitivo. Pensiamo, ad esempio, a sistemi fiscali, diritto societario o principi contabili più favorevoli nel paese dell'investitore.

Possiamo notare come l'intensità di questi effetti non dipenda necessariamente dal livello assoluto della produttività aziendale pre-acquisizione. Potrebbe trattarsi sia di un'impresa mal guidata che di una altamente competitiva, basta che si caratterizzi per un valore di mercato relativamente basso dal punto di vista dell'investitore estero. In entrambi i casi il passaggio ad un miglior management dovrebbe aumentarne la competitività e innalzare di conseguenza il valore di mercato dell'impresa stessa.

- 2) *Effetto sul potere di mercato*. Fusioni e acquisizioni, specialmente nel caso di grandi multinazionali, possono influenzare in modo profondo la struttura competitiva del mercato domestico. La nuova impresa multinazionale frutto del cambio di proprietà potrebbe caratterizzarsi per un potere di mercato superiore rispetto alla precedente multinazionale, guadagnando una maggiore competitività e prezzi e fatturato più elevati.
- 3) *Effetto competitività e sinergia*. Rispetto alle imprese nazionali, le imprese multinazionali si distinguono, solitamente, per una produttività sopra la media, derivante da vantaggi competitivi legati al capitale di conoscenza specifico dell'impresa (il cosiddetto "*knowledge capital*"), alle tecnologie avanzate adottate e ad *asset* immateriali come un brand conosciuto su scala globale. Tra i più significativi spillover degli IDE in entrata sulla produttività delle imprese domestiche vi sono sicuramente i trasferimenti tecnologici. Questi spillover possono essere il risultato dei legami tra

multinazionali e imprese locali (clienti e fornitori, *vertical spillovers*), ma anche il frutto di fuoriuscita non intenzionale di conoscenza verso imprese concorrenti (*horizontal spillovers*) sia attraverso lo spostamento di lavoro qualificato che attraverso processi di imitazione/apprendimento. Le multinazionali possono inoltre sfruttare più facilmente le differenze nel costo dei fattori produttivi a livello internazionale e, infine, l'acquisizione di una multinazionale da parte di un'altra multinazionale può generare un effetto sinergia che trasmette un'ulteriore impulso alla produttività tramite virtuosi meccanismi di interazione.

Anche dal punto di vista delle ricerca empirica, i principali contributi mostrano un legame positivo tra IDE e performance delle imprese domestiche (per una rassegna si veda anche Barba-Navaretti e Venables, 2004). Queste analisi evidenziano, in particolare, dinamiche salariali maggiormente favorevoli nelle aziende acquisite da gruppi esteri, e non sembrano supportare l'idea che il passaggio di proprietà possa influenzare negativamente i livelli occupazionali. Tra i lavori più interessanti effettuati sulla base di microdati possiamo citare il lavoro di Conyon et al. (2002), che utilizza dati per il Regno Unito per il periodo 1987-1996, dal quale emerge una produttività del lavoro nelle imprese acquisite da gruppi esteri superiore addirittura del 13% rispetto alle altre aziende nazionali, così come salari superiori del 3.4%. McGuckin e Nguyen (2000) esaminano gli effetti sul mercato del lavoro negli Stati Uniti con dati di imprese del manifatturiero statunitense, trovando che il cambio di proprietà non induce tagli del numero di addetti e dei salari. Anche Bellak et al. (2006) individuano effetti positivi, ma di entità limitata, sulla produttività aziendale. In particolare l'impulso appare più incisivo su quelle imprese che erano classificate come le meno performanti nel periodo precedente il take over. Per quanto riguarda la realtà italiana, sottolineiamo infine l'analisi di Piscitello e Rabbiosi (2005) relativa al periodo 1994-1997: attraverso l'utilizzo di paired t-test<sup>4</sup> si evidenzia come nel medio termine le acquisizioni estere consentono guadagni di produttività.

---

<sup>4</sup> Test statistico utilizzato per confrontare due campioni e misurarne il grado di differenza.

**Sintesi della letteratura**

**Effetti degli Inward FDI sulla performance delle imprese**

**Teoria economica**

Canali di trasmissione (es. Bellak et al., 2006):

- Market power effect: effetti sulla struttura competitiva del mercato
- Competitiveness and synergy effect: firm specific knowledge e altri asset immateriali (brand); maggiore possibilità di sfruttare le differenze internazionali nel costo dei fattori produttivi; sinergie tra multinazionale acquirente e multinazionale acquisita
- Cambiamento del management: migliori risorse manageriali e adattamento alle caratteristiche del mercato; effetto «disciplina» sui lavoratori

**Evidenza empirica**

La letteratura empirica si concentra sugli effetti sulla performance e sulle dinamiche salariali causati dalle acquisizioni di imprese nazionali da parte di gruppi esteri (es. Barba-Navaretti and Venables, 2004)

In genere, analisi sia su macro che su micro-dati suggeriscono che le imprese oggetto di acquisizione evidenziano, rispetto alle imprese nazionali:

- produttività più elevata
- salari più elevati per i dipendenti
- livelli occupazionali non risentono delle acquisizioni

Es: Contessi and Weinberger (2009), Conyon et al. (2002); Bernard and Sjöholm (2003)

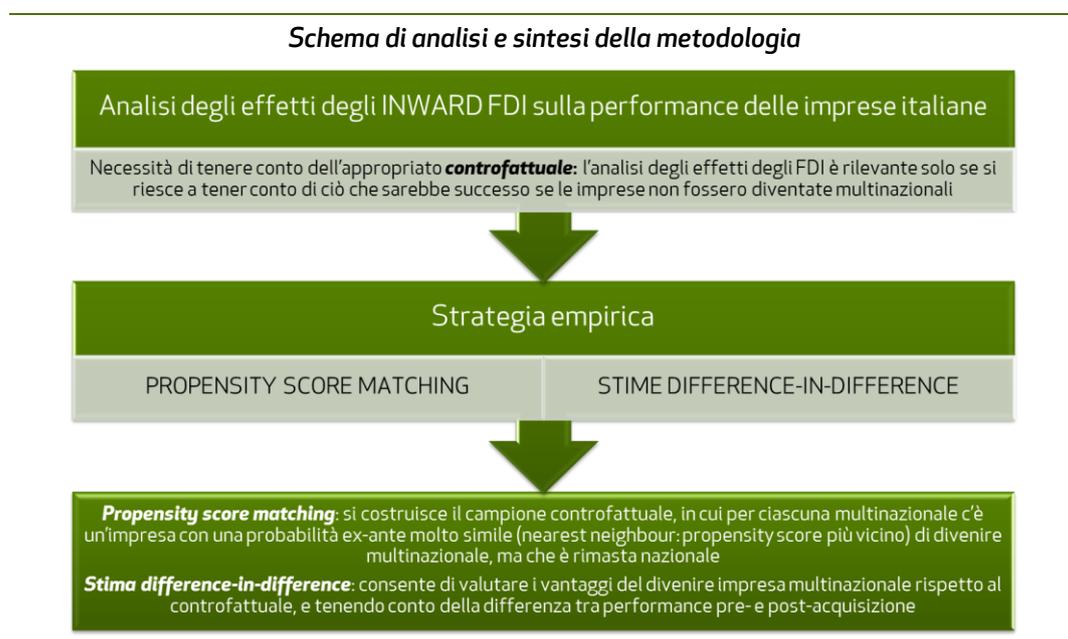
**Metodologia dell'analisi: propensity score matching e stime difference-in-difference**

Con il presente lavoro cercheremo di approfondire ulteriormente il tema dell'impatto delle M&A in Italia sfruttando l'ampia disponibilità di dati microeconomici derivante dal *merge* del database Reprint sugli IDE in entrata e del database dei bilanci di Prometeia. Prima di esaminare più nel dettaglio la metodologia adottata, vogliamo qui sottolineare il principale spunto di novità dell'analisi. Per valutare gli effetti degli IDE lo studio non si limita ad osservare gli andamenti delle imprese italiane acquisite da gruppi esteri. Al contrario integra l'analisi attraverso l'organizzazione di un appropriato *controfattuale*: gli effetti degli IDE in entrata sull'attività economica interna non sono rilevanti *per se*, ma solo in relazione a ciò che sarebbe successo se le imprese non fossero state acquisite.

In quanto segue passiamo dunque a descrivere il procedimento di costruzione del controfattuale, i dati utilizzati e il modello econometrico adottato per la valutazione dell'impatto degli IDE. La valutazione dell'impatto degli IDE in entrata sulla performance delle imprese acquisite pone alcuni problemi metodologici. Innanzitutto, osservando solamente le imprese italiane divenute multinazionali in seguito a M&A non è possibile identificare il benchmark ipotetico di controllo, ovvero la performance delle imprese se non fossero state acquisite. Inoltre, focalizzando l'attenzione esclusivamente sulle imprese divenute di proprietà estera diverrebbe impossibile comprendere se le variazioni nelle performance osservate sono dovute esclusivamente a shock esterni che in realtà influenzano tutte le imprese, sia nazionali che multinazionali. Risulta quindi cruciale poter associare al campione di imprese oggetto di acquisizione da parte di multinazionali estere un campione di imprese rimaste nazionali.

Inoltre, nel confrontare le dinamiche delle variabili di interesse tra i due campioni di imprese ci troviamo di fronte ad un'altra questione metodologica: infatti, non sappiamo se queste differenze sono attribuibili a

caratteristiche osservabili o non osservabili dei due gruppi di imprese (es., dimensione, abilità del management,..) piuttosto che al loro essere multinazionali o nazionali.



Per affrontare questi problemi, facciamo quindi ricorso a una metodologia consolidata nella letteratura empirica<sup>5</sup>, il metodo del *matching*, che consente di costruire un appropriato controfattuale associando a ciascuna impresa a controllo estero un'impresa nazionale. Nel nostro lavoro abbiamo optato per il *nearest neighbour matching*, basato sul metodo del *propensity score*: la stima attraverso un modello logit della probabilità (il *propensity score*) per ciascuna impresa italiana di diventare multinazionale subordinata a una serie di caratteristiche specifiche dell'impresa (variabili strutturali, variabili finanziarie, variabili di redditività), consente di associare a ciascuna imprese effettivamente divenuta di proprietà estera il suo *nearest neighbour*, ovvero l'impresa nazionale con la minore differenza nel *propensity score*. In altre parole attraverso tale metodo di *matching* possiamo costruire un campione di imprese rimaste nazionali, con caratteristiche analoghe a quelle oggetto di investimento estero, e che avevano una probabilità ex ante molto simile di essere acquisite. Questo gruppo di imprese rappresenta il nostro controfattuale.

Con i dati a disposizione relativi al campione di imprese risultante dalla procedura di *matching* è quindi possibile procedere alla valutazione degli effetti delle acquisizioni estere utilizzando lo stimatore *difference-in-difference* (DID). Tale metodo, ampiamente utilizzato nella letteratura sulla valutazione dell'impatto di politiche, trattamenti o eventi<sup>6</sup>, permette infatti di valutare la differenza di performance tra i due gruppi di imprese (multinazionali e controfattuale) e tra il periodo pre- e post acquisizione. Pro-

<sup>5</sup> Per un approfondimenti sui metodi empirici di valutazione si veda Wooldridge (2002)

<sup>6</sup> Ricordiamo il lavoro seminale di Ashenfelter e Card (1985) e uno dei lavori più famosi nella letteratura sullo stimatore DID, quello di Card e Krueger (1994).

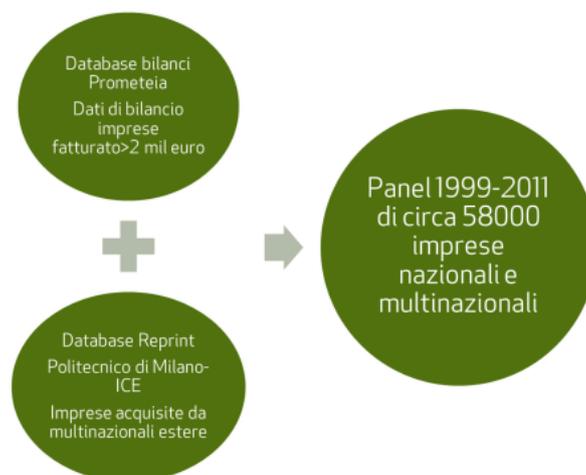
prio per queste caratteristiche è stato preferito allo standard matching estimator, che consente invece solamente una comparazione della performance post-acquisizione tra i due campioni.

### Dati e descrizione delle principali caratteristiche delle aziende multinazionali nel campione

L'analisi empirica condotta in questo lavoro si basa su un database che combina informazioni derivanti da due differenti fonti di dati. Per quanto riguarda gli IDE in entrata, è stata utilizzata la banca dati Reprint predisposta da Politecnico di Milano – ICE che censisce le partecipazioni di imprese italiane all'estero ed estere in Italia, misurandone la numerosità, la consistenza economica, gli orientamenti geografici e settoriali. La predisposizione della base dati prevede l'utilizzo di più strumenti di rilevazione quali indagini dirette, bilanci delle società quotate, repertori ed elenchi di uffici esteri dell'Ice, Camere di Commercio, Ambasciate, Associazioni Industriali, altre banche dati e repertori e ricerche e studi ad hoc. Per il nostro lavoro abbiamo tenuto conto esclusivamente delle imprese che hanno visto l'ingresso di un investitore estero attraverso acquisizione totale o di controllo.

---

#### *Le principali banche dati utilizzate nella costruzione del campione analizzato*




---

Per quanto riguarda i dati di bilancio, la banca dati Prometeia contiene i bilanci non consolidati per oltre 900 mila società di capitale con fatturato superiore ai 3 milioni di euro, dal 1990 all'ultimo anno disponibile, il 2012 al momento della redazione del presente studio. La banca dati viene aggiornata mensilmente con i flussi dati forniti da Bureau van Dijk. Tutti i bilanci sono riclassificati in modo omogeneo, e successivamente controllati, eliminando quelli con squadrature forti e errori palesi. Quando i bilanci con "problemi" sono quelli di imprese importanti, il bilancio viene riacquisito da fonti alternative (Cerved o sito dell'impresa, quando disponibile). Nel caso in cui i bilanci di partenza non contengono tutte le informazioni necessarie a ricostruire lo schema di riclassificazione standard (come avviene per i bilanci abbreviati, e per una parte dei bilanci IAS/IFR), alcune poste di bilancio non disponibili vengono opportunamente stimate.

Combinando le due differenti basi dati si è quindi ottenuto un panel di dati di oltre 58 mila imprese per il periodo 1999-2011. I dati definitivi a disposizione includono informazioni relative a 484 imprese italiane acquisite da gruppi esteri nel periodo in esame e per le quali è stato possibile osservare le variabili di performance pre e post-acquisizione<sup>7</sup>. La disponibilità di un dataset molto ampio di imprese che non sono state oggetto di investimento diretto estero favorisce la costruzione di un controfattuale consistente. D'altra parte, il numero elevato di imprese rimaste nazionali potrebbe comportare per la stima logit una capacità predittiva piuttosto scarsa della probabilità di acquisizione dall'estero. Pertanto, prima di procedere alla stima, se ne è selezionato un campione più piccolo per mezzo di un'estrazione casuale del 10% delle imprese del campione originario.

**La dinamica delle operazioni di acquisizione estere in Italia e del fatturato dell'economia**



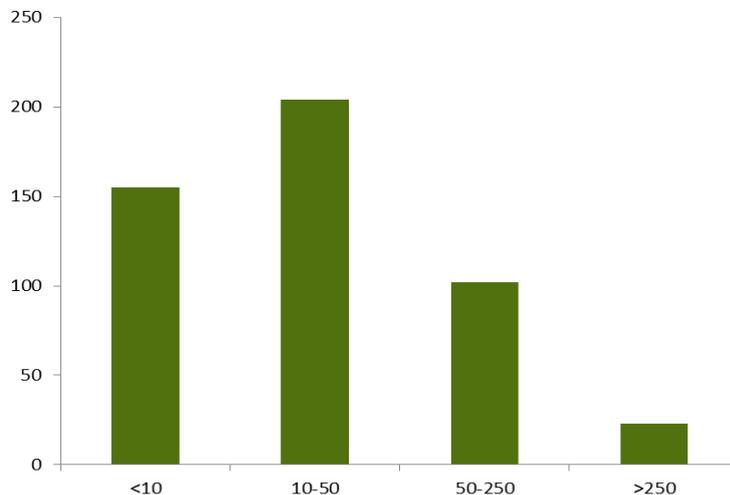
Prima di passare all'analisi econometrica, un esame dei dati sulle imprese acquisite da operatori esteri presenti nel database definitivo utilizzato ci consente intanto di evidenziarne alcuni principali attributi:

- Innanzitutto, l'evoluzione delle acquisizioni se confrontata con l'andamento del fatturato dell'intera economia si conferma fortemente pro-ciclica: la crisi economica ha in tal senso inciso significativamente sugli IDE in entrata, che hanno tuttavia evidenziato un discreto recupero.
- Per quanto in termini assoluti l'attenzione degli investitori esteri sia rivolta in modo più incisivo sulle aziende di media-grande dimensione (misurata in termini di numero di addetti), non sorprende un significativo numero di acquisizioni di imprese più piccole. Nell'ottica di integrazione all'interno di una struttura multinazionale, lo svantaggio competitivo dell'azienda oggetto di acqui-

<sup>7</sup> Nella procedura di matching, in principio, il numero di imprese del controfattuale dovrebbe uguagliare il numero di imprese che divenute di proprietà estera. Tuttavia, alcune imprese acquisite potrebbero non avere un "neighbour" sufficientemente vicino (in termini di *propensity score*) ed essere quindi escluse dal campione finale utilizzato per l'analisi dell'impatto.

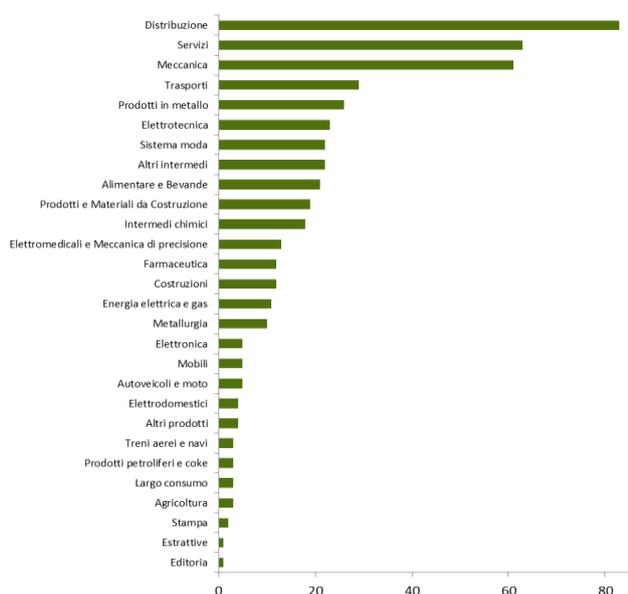
sizione perde peso: al contrario, emergono le opportunità di stabilire interazioni virtuose che sostengano la produttività della multinazionale.

**Numero di acquisizioni estere per classe dimensionale di addetti (1999-2011)**

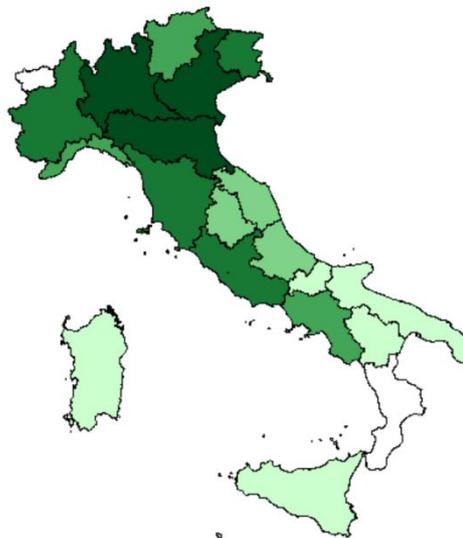


- o La distribuzione settoriale delle imprese oggetto di acquisizione conferma la forte impronta *market seeking* dei flussi di investimento diretto estero (vd. distribuzione e servizi). I settori tradizionali del Made in Italy mantengono un buon livello di attrattività nei confronti degli operatori internazionali, ma dai dati emerge la significativa presenza estera nei settori a maggiore intensità tecnologica e caratterizzati da economie da scala. Risalta, inoltre, l'elevato interesse nella competitività italiana nei settori dei beni strumentali.
- o La distribuzione geografica rispecchia gli squilibri territoriali strutturali dell'economia italiana. Le aree più deboli del Paese continuano a soffrire della mancanza di una visione strategica del proprio territorio in grado di supportarne l'attrattività. A colpire sono in particolar modo i ritardi in ambito infrastrutturale (fisiche, finanziarie e tecnologiche) e in tutti quei fattori chiave come il capitale tecnologico e umano innovativo, le condizioni di sicurezza e di efficacia e d'efficienza burocratica, il grado di apertura del sistema economico locale, che frenano la creazione di un "ambiente *pro-business*".

**Numero di acquisizioni estere per settore (1999-2011)**



**Distribuzione territoriale acquisizioni (1999-2011)**



## La costruzione del controfattuale

Come descritto nella precedente sezione, un'attenta analisi degli effetti delle partecipazioni estere nelle imprese nazionali richiede la costruzione di un appropriato controfattuale. Questo è derivato dal sottocampione di imprese che non sono state oggetto di investimento diretto estero nel periodo in esame attraverso la tecnica del *propensity score matching*.

A tal fine, il primo passo è la stima di una logit per derivare la probabilità per un'impresa di diventare di proprietà estera in funzione di alcune caratteristiche specifiche dell'impresa. Nella specificazione della funzione stimata inseriamo quindi variabili quali la dimensione (misurata in termini di numero di addetti), la quota di immobilizzazioni immateriali sul totale attivo, variabili finanziarie come il rapporto tra debiti e totale attivo e il rapporto tra cash flow e oneri finanziari e una variabile di redditività quale il rapporto utili per occupato. Includiamo inoltre delle dummy settoriali e temporali tra i regressori per migliorare la capacità esplicativa del modello.

Nella tabella che segue sono riportati i risultati della stima:

<b>Stima Logit per probabilità di acquisizione estera</b>				
<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
Occupati	0.002348	0.000140	16.74488	0.0000
Debiti/Totale Attivo	-0.407138	0.071871	-5.664862	0.0000
Immobil. Immateriali/Tot. Attivo	2.942561	0.227370	12.94174	0.0000
Utili per occupato	-0.066595	0.025467	-2.614907	0.0089
Cash flow/Oneri finanziari	0.000295	5.56E-05	5.310990	0.0000
Dummy settoriali				
Dummy annuali				
R-squared	0.09368			

Quanto emerge dalla stima della logit<sup>8</sup> ci consente di gettare della luce sulla prima delle nostre domande di ricerca, ovvero sulle caratteristiche di un'impresa italiana che maggiormente attraggono gli investitori esteri al fine dell'acquisizione totale o del controllo. Nel dettaglio, tali risultati possono essere interpretati nel seguente modo:

- *vantaggio competitivo*. Le immobilizzazioni immateriali (marchi, brevetti, software, database e altri *asset* con la medesima caratteristica di intangibilità) rivestono un ruolo cruciale nello scenario competitivo globale. Gli investitori esteri non sono attirati in Italia dalla ricerca di vantaggi di costo, ma dalla ricerca di simili vantaggi strategici.
- *solidità finanziaria*. Un aspetto di forte rilevanza nel fronteggiare le mutevoli condizioni dei mercati interni ed esteri: la probabilità di acquisizione di un'impresa italiana da parte di un investitore estero risulta negativamente condizionata dall'incidenza dei debiti complessivi e, in misura inferiore, dalla capacità di far fronte agli impegni finanziari tramite i propri flussi di cassa.
- *redditività da rilanciare*. La stima econometrica suggerisce come gli investitori esteri siano maggiormente attratti da imprese con scarsa redditività (misurata come rapporto utili su numero occupati) con la prospettiva di poterne favorire un rilancio incorporandola all'interno di una struttura multinazionale.

In aggiunta, l'evidenza empirica potrebbe riflettere anche la minore disponibilità al trasferimento di proprietà ad un soggetto estero da parte di imprese nazionali con redditività soddisfacente.

<sup>8</sup> La stima ottenuta implica un soddisfacente risultato in termini di varianza spiegata, come segnalato da un valore dell'R-quadro sostanzialmente in linea con gran parte degli studi che adottano tecniche di matching (es. Obashi et al., 2010: R-squared 0.10; Tanaka, 2012: R-squared 0.11).

- o *dimensione*. L'analisi suggerisce un impatto positivo, sebbene di intensità relativamente inferiore, della dimensione aziendale. In linea con quanto emerso dall'analisi descrittiva dei dati di bilancio relativi alle imprese divenute multinazionali nel periodo in esame, le scelte di investimento da parte di investitori esteri sono solo parzialmente influenzate dall'aspetto dimensionale.

Come precedentemente descritto, una volta calcolati i *propensity score* è possibile applicare l'algoritmo di matching sul dataset disponibile che ci consente infine di ottenere il desiderato controfattuale. Tale algoritmo consente un'associazione 1:1 tra i due campioni di imprese<sup>9</sup> (imprese italiane divenute multinazionali a seguito di acquisizione estera e imprese italiane lungo tutto l'orizzonte temporale) sulla base del *propensity score* più vicino. Si procede quindi all'analisi econometrica degli effetti delle acquisizioni estere sulle performance delle imprese utilizzando il campione che sarà il *merge* tra il database delle imprese divenute multinazionali e il database del controfattuale.

## Risultati

Il procedimento di costruzione del controfattuale fin qui descritto ci consente dunque di rispondere alla principale domanda di ricerca di questo rapporto: quali sono gli impatti degli IDE in entrata (acquisizioni totali o di controllo) sulla performance delle imprese italiane? Le variabili di performance oggetto di analisi sono la crescita del fatturato, dell'occupazione e della produttività del lavoro. Ci sono ovviamente delle relazioni tra questi tre indicatori, tuttavia ci concentriamo qui sulla stima degli effetti parziali delle acquisizioni estere su di essi, senza discutere delle relative interconnessioni e dei canali attraverso i quali questi effetti si trasmettono. Nelle stime del modello *difference-in-difference* presentate nella tabella seguente, la variabile cruciale che consente di valutare l'impatto degli IDE in entrata è una dummy che assume valore 1 nel caso di impresa multinazionale e nel periodo post-acquisizione, e valore zero negli altri casi. Inoltre, per tenere conto di altre fonti di variazione degli indicatori di performance adottati, le stime includono variabili di controllo quali i tassi di crescita dell'occupazione, del fatturato, della quota di immobilizzazioni immateriali sul totale attivo, del capitale materiale, della redditività espressa come utili per addetto e del rapporto tra cash flow e immobilizzazioni.

---

<sup>9</sup> Tra le diverse varianti del *nearest neighbour matching* si è optato per versione "con sostituzione", ovvero quella che prevede che un'impresa del campione delle aziende rimaste nazionali possa essere usata più di una volta come match.

Variable	<i>Stima difference-in-difference</i>		
	Fatturato	Occupazione	Produttività del lavoro
Effetto acquisizione	0.028062***	0.020327***	0.014544*
<i>Variabili di controllo</i>			
Occupazione	0.160601***		
Fatturato		0.191095***	0.619671***
Immobil. Immateriali/Tot. Attivo	0.003478**	0.005011**	0.004411**
Capitale materiale	0.066283***	0.024516***	0.008921**
Utili per addetto	0.005002***	0.000824	0.016895***
Cash flow/ immobilizzazioni	0.268554***	0.026147**	0.093132***
Dummy settoriali			
Dummy annuali			
R-squared	0.130004	0.090432	

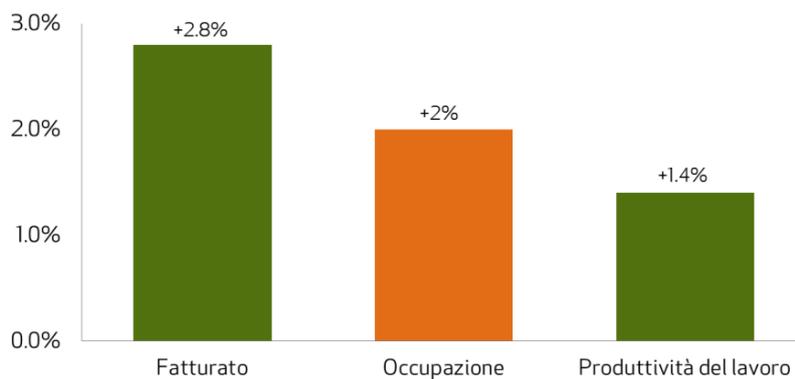
*Gli asterischi denotano la significatività del parametro (\*=10%, \*\*=5%, \*\*\*=1%)*

L'articolata analisi empirica fin qui condotta ci suggerisce quindi come tra il 1998 e il 2011 le imprese italiane oggetto di acquisizione da parte di investitori esteri abbiano evidenziato un differenziale positivo di crescita degli indicatori di performance rispetto alle imprese del controfattuale. In particolare:

- *la dinamica del fatturato delle imprese multinazionali è risultata superiore del 2.8%*
- *rispetto alle imprese di proprietà italiana, le multinazionali hanno sperimentato una variazione del numero degli addetti superiore del 2%*
- *la produttività del lavoro delle imprese acquisite da investitori esteri ha evidenziato un maggiore dinamismo, con un differenziale dell'1.4%, rispetto alle imprese del campione di controllo.*

Vogliamo ad ogni modo sottolineare come tali risultati non implicano una necessaria evoluzione positiva della performance delle imprese oggetto di acquisizione estera nel periodo in esame, a maggior ragione tenuto conto delle condizioni cicliche particolarmente negative instauratesi a partire dal 2008 e che hanno colpito in modo trasversale il tessuto imprenditoriale. L'analisi suggerisce tuttavia come, al di là degli aspetti ciclici, gli IDE in entrata tendono generalmente a rafforzare l'attività economica delle imprese acquisite garantendo un vantaggio competitivo rispetto alle altre.

***Il premio delle acquisizioni dall'estero in sintesi: differenziali annui di crescita di fatturato, occupazione e produttività fra imprese acquisite e i rispettivi controfattuali***



Questa conclusione sarà ulteriormente testata nella seconda parte del lavoro che prevede un'indagine qualitativa, da svolgersi con modalità d'intervista face-to-face, volta ad approfondire i cambiamenti nell'organizzazione del lavoro e dei processi, nell'innovazione di prodotto, nella filiera, nel sistema distributivo delle aziende che diventano parte di una multinazionale.

## Le imprese acquisite dall'estero: cambiamenti, organizzazione e nuove prospettive

### Un'analisi qualitativa sull'imprese acquisite dall'estero

La prima parte della ricerca ha messo in luce diversi aspetti quantitativi intorno alle acquisizioni dall'estero; dalle caratteristiche finanziarie che muovono gli interessi dell'investitore alle conseguenze economiche del controllo estero sulle imprese.

Un secondo blocco di analisi si concentra su aspetti più qualitativi della vita di impresa e in particolare sull'individuare quei cambiamenti interni e nell'organizzazione di lavoro e filiera della nuova controllata che sono poi l'origine dei risultati economici documentati nella prima parte.

Si tratta di una componente centrale per formulare un giudizio sulla bontà di un'acquisizione perché consente di far emergere una serie di elementi in merito alla sua qualità. Al di là dei risultati economici, un investimento estero porta valore quando è in grado di arricchire la singola impresa e il suo territorio d'insediamento non solo in virtù di un aumento del fatturato. Sarebbe il caso per esempio di realtà che attraverso l'investimento diventino per la prima volta internazionalizzate, di nuove tecnologie trasferite o di lavoratori formati secondo i miglior standard del mercato; in questo caso il valore dell'acquisizione andrebbe oltre i risultati economici di breve nella singola impresa, poiché trasferisce sul territorio un vero e proprio moltiplicatore per la crescita e rappresenta un patrimonio collettivo per tutto il tessuto produttivo.

Per cogliere questi aspetti qualitativi e offrire nuovi spunti interpretativi all'indagine econometrica si è quindi organizzata un'indagine sul campo mettendo insieme vere e proprie interviste dirette ad opinion leader qualificati (manager delle imprese stesse, ma anche facilitatori come nel caso di fondi di Private Equity) testimonianze raccolte sui mezzi d'informazione, documenti di approfondimento sulle singole operazioni. Al fine di tenere un minimo comune denominatore fra business case alquanto diversi fra loro per attività, tipologia d'impresa e modello d'acquisizione si è scelto di concentrare tutti gli approfondimenti all'interno di un unico settore, quello della moda. Si tratta di una scelta non casuale vista la finalità generale del rapporto. In questo comparto si sono infatti verificati un numero ampio di acquisizioni (nel periodo analizzato la Banca dati conta almeno 15 operazioni di M&A dall'estero), ma soprattutto questi investimenti hanno suscitato un forte dibattito nell'opinione pubblica. La presenza di marchi noti e di antica tradizione, il fatto di essere loro stessi bandiere del made in Italy, il passaggio quasi sempre a grandi gruppi globali - e per di più di paesi concorrenti nello stesso settore- hanno infatti alimentato più di una volta dubbi sostanziali sul fenomeno dell'internazionalizzazione.

Vista l'ampia eterogeneità delle situazioni è chiaro che i risultati emersi vanno presi più come spunti di riflessione che come evidenze empiriche definitive. Tuttavia mettendo insieme le singole esperienze esce un quadro certamente articolato, ma anche con importanti tratti in comune. Se è vero che ogni impresa rappresenta un caso a sé stante, è possibile evidenziare anche delle chiavi di lettura trasversali fra le acquisizioni, una volta che la grande mole di impressioni e informazioni qualitative viene standardizzata lungo le principali funzioni aziendali. Peraltro anche nel caso di differenze emerse nei vari business case è proprio da questa varietà che arrivano informazioni utili e lo stimolo per inserire all'interno dell'analisi le opportune dimensioni di controllo. Sono stati quindi indagati gli IDE nella moda dell'ultimo decennio dapprima in funzione del posizionamento dell'impresa al momento dell'acquisizione e delle motivazioni che hanno portato all'investimento. Successivamente sono stati approfonditi i principali cambiamenti prodotti dalle acquisizioni nelle diverse funzioni aziendali (dagli approvvigionamenti fino alla distribuzione) e sui rapporti che intercorrono fra la casa madre e la nuova controllata.

---

*I concetti chiave dell'internazionalizzazione passiva secondo gli opinion leader intervistati*

**dimensione**  
**integrazione** efficienza  
 lusso conflitti knowledge  
 tradizione distanza  
**distribuzione**

---

Volendo sintetizzare in pochi spunti realtà comunque complesse e variegate, dimensione e integrazione sono probabilmente le due parole chiave che emergono con maggiore frequenza e rilevanza durante l'indagine sul campo. Nel caso della dimensione in particolare questa è vista, pur con diverse sfumature, come il principale apporto dell'investitore straniero all'impresa acquisita. Diventare multinazionali, per diventare grandi, detto in altre parole. Si tratta ovviamente, non solo di un tema di taglia aziendale, ma di un processo di irrobustimento e strutturazione che ha interessato una buona parte delle imprese acquisite.

E' opportuno sottolineare fin dall'inizio che le imprese della moda analizzate sono state sempre acquistate da gruppi esteri caratterizzati da dimensioni importanti. Più che la nazionalità quindi, sembra essere la nuova massa critica il primo elemento discriminante nel cambiamento testimoniato dagli interlocutori. E' un contatto, quello con i grandi gruppi, che modifica la struttura, l'organizzazione e l'approccio al mercato e che è di per sé portatore di cambiamento. Già l'analisi quantitativa precedentemente riportata ha mostrato un contributo benefico dell'investimento estero in termini di performance economica. Anche guardando agli aspetti organizzativi le testimonianze dirette mettono in luce un contributo positivo dell'acquisizione dall'estero, soprattutto in virtù dell'ingresso dell'impresa in gruppi grandi e organizzati caratterizzati da

sinergie soprattutto sul fronte della distribuzione del prodotto all'estero e della stabilizzazione delle commesse.

Altro concetto emerso ripetutamente nelle interviste è il ruolo delle politiche per l'integrazione per la creazione di valore da un'acquisizione. Questa è da intendersi come una funzione aziendale dedicata alla messa a fattor comune dei reciproci punti di forza. Fra le maggior minacce percepite prima dell'acquisizione ed effettivamente fra le principali cause di distruzione di valore dopo un'operazione di M&A ci sono infatti quei conflitti che nascono da differenze culturali e che impattano negativamente sulle possibili sinergie. Anche la letteratura economica del resto non manca di mettere in luce le criticità di un'acquisizione nel caso di ampie differenze culturali fra i soggetti coinvolti, soprattutto perché le variabili in gioco sono molte<sup>10</sup>. E' il caso per esempio di Ahammad e Glaister(2011)<sup>11</sup> in cui gli autori sostengono che la distanza culturale influenzi negativamente le capacità di comunicazione fra l'impresa acquirente e acquisita, ostacolando di fatto il processo di integrazione e il trasferimento di conoscenza. Tuttavia gli stessi autori e altre testimonianze raccontano come proprio perché distanti, le diverse posizioni iniziali possono arricchirsi vicendevolmente attraverso un passaggio di competenze soft fra impresa acquisita e casa madre che sono anche l'occasione per creare nuove formule organizzative.

## Come eravamo

Nell'analisi econometrica la creazione di un controfattuale per l'impresa acquisita dall'estero rappresenta il vero metro di giudizio con cui valutare gli effetti di un investimento dall'estero. Analogamente anche nell'analisi qualitativa il contributo delle acquisizioni si fa più evidente attraverso il confronto. Se il modello econometrico utilizza una sofisticata tecnica di matching per trovare il benchmark ideale, le interviste consentono di mettere in luce i tratti caratteristici delle imprese prima dell'acquisizione, costruendo su di questa il principale elemento di confronto.

Nel dettaglio le imprese analizzate appartengono al settore della moda, in particolare producono e commercializzano abbigliamento, calzature e pelletteria. Si tratta di piccole e medie imprese che fatturano dai 3 ai 100 milioni di euro circa e che sono state acquistate nel corso dell'ultimo decennio. La maggior parte di esse erano, come documentato nella prima parte, più piccole prima dell'acquisizione, ma erano imprese che godevano di buone salute finanziaria ed economica, molto specializzate nel proprio settore e produt-

---

<sup>10</sup> Si veda ad esempio Tihany e altri (2005) "The effect of cultural distance on entry mode choice, international diversification, and MNE performance: a meta-analysis", *Journal of international business studies*, 36

<sup>11</sup> Mohammad Faisal Ahammad, Keith W. Glaister (2011) "The double-edged effect of cultural distance on cross-border acquisition performance" *European Journal of International Management*, Volume 5, Number 4/2011

trici di beni di qualità (di alta fascia). Solo in un caso fra quelli analizzati invece l'impresa veniva da anni di forte diminuzione dei ricavi e negli ultimi presentava indici di redditività negativi e di alto indebitamento.

Dal punto di vista industriale le imprese prima dell'acquisizione erano molto focalizzate sul prodotto e sulla qualità intrinseca. Nella maggior parte erano già in contatto con i mercati esteri, anche se spesso limitavano la loro azione a quelli europei e non avevano generalmente controllo della fase distributiva affidandosi a importatori locali. In alcuni casi avevano invece già sviluppato, direttamente o in franchising, una propria piccola rete di distribuzione.

Una delle principali caratterizzazioni sul fronte commerciale era il numero relativamente ridotto di committenti delle imprese prima dell'acquisizione. Si trattava in molti casi di una vera e propria strategia, o quantomeno di una necessità, per competere al meglio in un mercato come quello del lusso che richiede una forte conoscenza reciproca fra committente e produttore in modo da cogliere prima e più efficacemente le condizioni del mercato. Non sorprende quindi che l'investimento internazionale arrivi non tanto a rilevare imprese deboli o finanziariamente precarie, ma vada in cerca di soggetti altamente competitivi, anche se su realtà circoscritte, da poter valorizzare attraverso un allargamento delle occasioni commerciali.

Per le imprese acquisite dall'estero il processo di internazionalizzazione era ritenuto un passaggio in parte obbligato anche prima dell'ingresso degli investitori. Per tenere il passo di mercati globali sempre più complessi sono infatti necessarie risorse, non solo finanziarie, ma anche legate allo sviluppo organizzativo, commerciale e di processo. In assenza di investimento estero le imprese guardavano alla possibilità di *upgrading* internazionale attraverso la stipulazione di joint-venture, e multi localizzazioni in mercati lontani, con conseguenti impegni finanziari importanti e non sempre sostenibili vista la dimensione ridotta di molte imprese. Fra le maggiori criticità per un'espansione autonoma verso nuovi mercati e quindi fra i fattori che hanno indirettamente favorito la ricerca e l'ingresso di nuovi investitori, i principali elementi citati sono:

- le difficoltà derivanti dalla complessità di accesso ai mercati lontani in termini di conoscenze sul mercato, sulla fiscalità, sulla gestione delle risorse umane
- la necessità di costruire e sviluppare nuovi brand
- l'incertezza sulla regolamentazione e sulla protezione all'estero e la possibile perdita di know-how
- una certa vocazione manifatturiera che rende difficile sviluppare brand e network commerciali
- le ingenti risorse finanziarie necessarie a svilupparsi sui mercati esteri
- necessità di trovare un partner per lo sviluppo delle imprese
- la consapevolezza di non poter fare di meglio

## Come cambia l'impresa acquisita: una lettura lungo le principali funzioni aziendali

Per individuare le trasformazioni che hanno interessato le imprese italiane dopo un processo di acquisizione è utile partire dalle motivazioni che hanno guidato gli investitori esteri verso questi target. Dall'indagine emerge come per i grandi gruppi internazionali l'acquisizione è stata soprattutto strumentale a logiche di espansione sui mercati ed estensione del portafoglio prodotti. Cosa ha spinto però i gruppi esteri a scegliere gli investimenti diretti piuttosto che altre forme di collaborazione? Come già detto non certo una situazione finanziaria precaria, ma soprattutto il desiderio di internalizzare un vantaggio competitivo riconosciuto nelle imprese da acquisire e di valorizzarlo attraverso il controllo. Nel caso dei gruppi del lusso le operazioni di crescita esterna rientrano in particolare nella logica di un controllo stretto di tutta la filiera che si esercita attraverso una catena del valore molto integrata. Un prodotto di lusso deve, infatti, avere un carattere di unicità ed esclusività che deve essere garantito in tutto il mondo, così come l'esperienza di acquisto deve essere assicurata in maniera uniforme ovunque. Questo porta a una gestione molto accentrata della manifattura e della catena di distribuzione (negozi di proprietà e direttamente gestiti) e favorisce il controllo diretto delle imprese acquisite. Anche nei casi di imprese non specializzate nel lusso fra le acquisizioni, l'investimento è stato guidato soprattutto da una logica industriale finalizzata molto spesso all'accesso verso nuovi mercati; l'Italia stessa, ma anche le destinazioni già presidiate dal made in Italy che riconoscono valore alle produzioni italiane anche in assenza di marchi forti. Peraltro proprio dal punto di vista della dotazioni di marchi, molte acquisizioni nascono proprio per colmare questo gap competitivo delle imprese italiane. Esiste infatti la consapevolezza da parte degli investitori di poter sviluppare e integrare un'offerta qualitativamente buona, potenziandola con elementi di distintività (ma anche tutela internazionale) e traendo valore dall'integrazione in un network più ampio attraverso sinergie di costo ed efficientamento dei processi gestionali.

### *I cambiamenti e i livelli di autonomia delle principali funzioni aziendali dopo l'acquisizione*

	Prodotti	Mercati	Efficienza (sinergie di costo, sinergie commerciali)	Organizzazione (processi/knowledge management)	Livelli di autonomia gestionale
Approvvigionamenti	●	●	●●	●●	●●
Design/progettazione	●●	●●	●	●●	●●●
Produzione	●	●●●	●●	●●	●●●
Vendite/Distribuzione	●●	●●●	●●●	●●●	●
		● basso	●● medio	●●● alto	

**Integrazione e flussi informativi.** Tornando alle testimonianze sulle imprese italiane il primo cambiamento messo in evidenza dall'indagine ha a che fare con il tema della distanza ovvero con la necessità di relazionarsi con una casa madre spesso lontana sia fisicamente che culturalmente. In tutti i principali casi emerge come priorità strategica per una buona integrazione, la fase di disegno del processo che dovrà portare rilevanti novità soprattutto in termini di procedure e strumenti. In primis sono state messe in piedi modalità operative ed applicative che rendessero omogenei i flussi di informazioni fra la casa madre e la controllata. Si tratta perlopiù di gestionali legati sia agli aspetti contabili sia a quelli produttivi. A questi strumenti si è poi associata la necessità di standardizzare e di codificare alcune procedure informali che permettessero di rendere efficienti e trasferibili i flussi informativi, soprattutto in una logica di far circolare più velocemente e lungo canali codificati il patrimonio innovativo di tutto il gruppo. Questa necessità di controllo di informazioni e competenze è testimoniata ancora una volta in particolar modo dalle aziende appartenenti a grandi gruppi del lusso. Questi, infatti, hanno sviluppato, come già detto, una catena del valore molto integrata che necessita di un flusso di informazioni costante sulla qualità del prodotto, sulla domanda di mercato, sugli stock di prodotto esistenti. Non solo, tutte queste informazioni alimentano anche un sistema di previsione centralizzato che sta alla base di tutta la produzione e la logistica, permettendo significativi vantaggi in termini di efficienza e velocità di risposta al mercato. Questi operatori si muovono infatti fra la necessità di massimizzare la disponibilità della collezione completa nei negozi e, come tutte le imprese, di minimizzare i magazzini. Il processo di forecasting è quindi un processo condiviso che necessita del contributo di tutti gli attori e che impatta anche sull'organizzazione delle subsidiaries. Non si tratta peraltro di un processo a senso unico fra le filiali estere e la casa madre, ma di un vero e proprio patrimonio condiviso che ha aiutato per esempio l'internazionalizzazione delle *subsidiaries* attraverso informazioni qualificate, screening dei partner locali, possibilità di sinergie in termini di immagine e location commerciali.

**Approvvigionamenti.** La qualità dei prodotti, e dei materiali utilizzati, è uno degli *asset* delle imprese italiane riconosciute dall'acquirente. Anche per questo emerge in pressoché tutte le testimonianze una sorta di non ingerenza da parte dei nuovi proprietari. E' stata lasciata in altre parole una certa autonomia nella scelta dei fornitori, soprattutto quelli a carattere artigianale presenti sul territorio italiano e produttori di beni di fascia alta. Si tratta di un risultato importante e che fa leggere positivamente i risultati dell'analisi econometrica dei paragrafi precedenti anche in un'ottica di filiera. La crescita del fatturato avviene infatti all'interno degli stessi canali di fornitura. Oltre alle singole imprese controllate dall'estero quindi i primi beneficiari dell'aumento del fatturato collegato all'acquisizione è proprio il cosiddetto indotto che si trova a fronteggiare una domanda più vivace. Non sono peraltro mancate occasioni di migliorare i canali di fornitura, ma questo cambiamento è sempre avvenuto in perfetta autonomia da parte della controllata e mai attraverso imposizioni esterne. I grandi gruppi operano su scala globale e hanno quindi una capacità di attivazione di network di fornitori che le singole imprese acquisite prima non avevano. Non solo coprono dai

rischi di cambio e finanziari, ma adottano strategie di approvvigionamento di lungo periodo affinché materiali di ottima qualità non vengano mai a mancare. In molti casi questa stabilità degli approvvigionamenti è stata l'occasione per sostenere finanziariamente un fornitore strategico o di offrire nuove occasioni commerciali attraverso commesse interne al gruppo.

**Il design, la progettazione e la produzione.** Anche la gestione dei processi di design e progettazione è stata interessata solo parzialmente da cambiamenti organizzativi. Gli intervistati hanno riconosciuto l'alto grado di apprezzamento da parte delle controllanti estere per la creatività, l'innovazione e il saper fare delle imprese acquisite.

Nei casi in cui l'impresa aveva una vocazione strettamente manifatturiera e produceva beni ideati da altri, la funzione di design è ovviamente rimasta a livello centralizzato. Alcune controllate mettono in evidenza anche la possibilità di sviluppare attraverso centri di ricerca condivisi l'utilizzo di nuovi materiali per innovare i propri prodotti.

Nei casi di imprese interessate nei processi di design e progettazione (esempio abbigliamento) i principali interventi sono invece avvenuti soprattutto a livello di processi e flussi di conoscenza. Le imprese intervistate dichiarano, infatti, che un processo standardizzato, almeno in maniera informale, di sviluppo prodotto è sempre esistito. Ciò che è cambiato è la definizione formale dei processi, l'introduzione di KPI (key performing indicators) e la messa a disposizione di strumenti di knowledge management. L'introduzione di strumenti di project management ha aiutato sul fronte della produzione nella definizione e nel monitoraggio dei costi e dei tempi dei progetti, tempi che nel campo della moda sono ovviamente molto importanti. In più sono state adottate iniziative che hanno migliorato la condivisione della conoscenza attraverso l'utilizzo di software dedicati e la codifica delle esperienze dei progetti passati.

**Canali di vendita e nuovi mercati.** L'accesso a nuovi mercati e a reti distributive più estese è citato come uno dei fattori più importanti legati ai processi di internazionalizzazione passiva nel settore della moda. Se la dimensione medio-piccola rappresentava un ostacolo all'espansione estera, al contrario l'entrata in un network internazionale permette un più efficace accesso ai mercati, sia in termini di distribuzione fisica e logistica, sia in termini di conoscenza, a costi molto contenuti. I costi fissi di accumulazione di relazioni, conoscenza e network sono infatti già stati sostenuti all'interno del gruppo, che così ha l'occasione di ripartirli su una base produttiva più ampia. Si pensi ad esempio alla conoscenza accumulata in termini di regolamentazione e documentazione necessaria per poter esportare un bene in un paese emergente. Il flusso di informazioni va ovviamente anche nella direzione opposta, anche se in maniera asimmetrica: la conoscenza sui mercati acquisita dall'impresa domestica è infatti un *asset* prezioso che viene integrato con quella della casa madre. La possibilità di sfruttare la presenza di catene distributive estere accresce le capacità di "market sensing" e "customer linking" grazie alla prossimità con il cliente finale e migliora la capacità di sviluppo del prodotto e la capacità di stare sul mercato.

L'inserimento in un portafoglio prodotti più esteso inoltre, grazie a strategie di brand extension e differenziazione prodotto, è stato citato dagli operatori come un driver di valorizzazione della percezione da parte del consumatore del prodotto. Come per altre aree di business, anche in quest'area, i processi e i flussi informativi sono stati oggetto di nuova organizzazione e integrazione con nuovi strumenti.

Collaborazione è un'altra parola molto citata dagli operatori nei processi di pianificazione strategica e definizione degli obiettivi di vendita; se, infatti, con l'acquisizione, la totale autonomia nelle scelte di sviluppo prodotti e mercati è andata in parte persa (le decisioni ultime sul budget e target commerciali sono discusse con la controllante, ma rimangono funzionalmente a livello centrale), il processo in cui sono inseriti i manager domestici è molto dinamico, partecipativo, aperto ai contributi delle controllate.

**Finanza.** L'accresciuta capacità di accesso al credito e alle istituzioni finanziarie è stata più volte citata dalle imprese come uno dei cambiamenti maggiormente strategici in seguito all'acquisizione, soprattutto nei recenti anni di crisi finanziaria. L'appartenenza ad un grande gruppo è infatti un elemento che migliora la percezione di solidità e sostenibilità del business e permette di ottenere più facilmente finanziamenti per i propri progetti di sviluppo. Il tema della solidità finanziaria si lega anche a quello dell'affidabilità segnalata ai propri clienti, un punto strategico soprattutto per le imprese della moda che lavorano in conto terzi. L'estrema importanza della variabile tempo, soprattutto in un'epoca come quella attuale dove si parla apertamente di fast fashion, impone ai grandi produttori di affidarsi a una rete di fornitori dalle ampie garanzie. Il ritardo di una consegna o più drammaticamente il fallimento di un anello a monte della catena del valore può avere conseguenze importanti e difficilmente recuperabili all'interno di una stagione. Anche per queste ragioni l'affidabilità dei partner è una variabile monitorata con sempre maggior attenzione da parte dei committenti, un'affidabilità che nel caso delle imprese acquisite dall'estero può oggi far riferimento alla solidità della casa madre e non alla singola realtà aziendale, magari eccellente nel prodotto, ma fragile finanziariamente e quindi da escludere in un'eventuale short list dei fornitori.

## Conclusioni

Diventare multinazionale, per diventare grande; in Italia e all'estero. E' questo il messaggio che emerge nell'esperienza delle imprese della moda che sono passate nell'ultimo decennio sotto il controllo estero. Integrando le conclusioni dell'analisi econometrica sugli effetti delle acquisizioni, con una serie di testimonianze sul campo relative alle stesse operazioni esce confermato il gioco a somma positiva che l'integrazione internazionale offre alle imprese italiane. Non solo chi è acquisito dall'estero cresce più dei suoi concorrenti, ma soprattutto mostra un *upgrading* qualitativo del suo modo di fare industria. Allarga i propri mercati di riferimento, utilizza nuovi materiali, adotta strumenti e codici organizzativi in grado di far crescere l'innovazione.

Le testimonianze raccolte delineano un investitore internazionale che guarda a possibili partecipazioni in Italia non tanto quando è in cerca di saldi, ma perché interessato ad allargare il proprio portafoglio prodotti. E spesso guarda ai migliori proprio perché su questi intende costruire la propria competitività. Questo riconoscimento al made in italy, al saper fare in Italia, emerge anche dalla grande autonomia sul fronte del design e degli approvvigionamenti sul territorio lasciati dalle controllanti estere alle proprie affiliate italiane. E' anche la migliore garanzia perché chi investe in marchi italiani non possa prescindere dal paese e dalla sua catena di fornitura per continuare a tener vivo il vantaggio competitivo acquistato nell'operazione. Tenere vive queste condizioni è ovviamente un obiettivo complesso, ma che se mantenuto al centro della visione industriale del paese, può trovare un premio nei capitali internazionali che guardano all'Italia. Se gli investitori esteri hanno bisogno di *know how* italiano per migliorare la propria offerta, anche l'industria italiana ha bisogno di loro per rilanciarsi. L'attuale quadro di mercato globale chiama le imprese a un salto di qualità delle proprie strategie, costoso quanto necessario. Nuovi mercati, affidabilità, internalizzazione delle fasi della catena del valore sono alcuni degli elementi che muovono oggi la competitività. Sono allo stesso tempo proprio i tratti caratteristici che attraverso l'interazione con i propri partner esteri le imprese acquisite dichiarano di stare costruendo, italiane nella forza dei loro prodotti, globali nei loro riferimenti e soprattutto nelle loro ambizioni.

## Riferimenti bibliografici

Barba-Navaretti, G. and A. Venables (2004), *Multinational firms in the world economy*

ISTAT (2013), *Struttura e attività delle multinazionali estere in Italia*

Conyon, M., Girma, S., Thompson, S. and P.W. Wright (2002), "The productivity and wage effect of foreign acquisition in the United Kingdom", *The Journal of Industrial Economics*, L(1), pp.85-102

Bellak, C., Pfaffermayr, M. and M. Wild (2006), "Firm performance after ownership change: a matching estimator approach", *Applied Economics Quarterly*, 52(1), pp.29-54

McGuckin, R.H. and S.V. Nguyen (2000), *The impact of ownership changes: a view from labor markets*

Piscitello, L. and L. Rabbiosi (2005), "The impact of inward FDI on local companies' labour productivity: evidence from the Italian case", *International Journal of the Economics of Business*, 12(1), pp.35-51

Wooldridge, J. (2002), *Econometric Analysis of Cross Section and panel data*, MIT Press

Card, D. and A.B. Krueger (1994), "Minimum wages and employment: a case study of the fast-food industry in New Jersey and Pennsylvania", *American Economic Review*, 84(4), pp.772-793

Mohammad Faisal Ahammad, Keith W. Glaister (2011) "The double-edged effect of cultural distance on cross-border acquisition performance" *European Journal of International Management*, Volume 5, Number 4/2011

Tihany e altri (2005) "The effect of cultural distance on entry mode choice, international diversification, and MNE performance: a meta-analysis", *Journal of international business studies*, 36