



Manager e attrazione investimenti

due spunti per la ripresa

marzo 2015

indice

Sintesi del Rapporto 5

I principali risultati7

Conclusioni 11

Capitolo 1

Managerialità e performance 13

Le indicazioni della letteratura economica13

L'analisi empirica: il ruolo dei manager esterni in Italia 16

Le principali caratteristiche delle imprese managerializzate 18

Box 1 – Algoritmo di clustering per tipologia di management20

Il contributo dei manager alla performance delle imprese 25

Capitolo 2

Gli investimenti diretti esteri sulla performance delle imprese italiane e il ruolo del manager 29

Le indicazioni della letteratura economica 29

Box 2 – La voce delle imprese: i segnali raccolti da un'indagine presso i manager 32

Il modello empirico sulle imprese italiane: propensity score matching e stime difference-in-difference per valutare gli effetti delle acquisizioni dall'estero..... 33

La banca dati utilizzata e le principali caratteristiche delle imprese acquisite dall'estero 34

Il modello econometrico per l'individuazione del controfattuale e nearest neighbour matching 35

Il modello econometrico per valutare l'impatto delle acquisizioni sulla performance delle imprese 37

Le caratteristiche del management: età, genere, nazionalità..... 38

Conclusioni 41

Riferimenti bibliografici.....44

sintesi del Rapporto

Fanno crescere le loro imprese, ne migliorano la produttività, le rendono più attrattive agli occhi degli investitori stranieri. Sono questi alcuni degli apporti più rilevanti che il rapporto attribuisce ai manager italiani.

La ricerca di Federmanager e Prometeia indaga in primo luogo il **contributo del manager** in termini di performance economica dell'impresa e successivamente approfondisce il ruolo degli **investimenti internazionali** nella crescita del sistema economico italiano. **Non si tratta di mettere questi due aspetti** (managerialità e internazionalizzazione passiva) **in contrapposizione** a paradigmi tradizionali, ad esempio il radicamento in Italia **dell'impresa familiare, ma al contrario di cogliere con questi le possibili sinergie.** Il sistema industriale e la sua classe dirigente sono chiamati a nuove sfide e più in generale alla ridefinizione di strumenti e orizzonti strategici. A questo si aggiunge un tema particolarmente rilevante nelle imprese italiane, quello del passaggio generazionale che, anche per ragioni demografiche, vive in questi anni uno dei suoi momenti più importanti.

Quando le distanze dei mercati di riferimento passano dagli 800 Km che separano idealmente l'Italia dal centro dell'Europa a loro multipli (quelli che distanziano New York, Shanghai, Johannesburg) è facile intuire **come i fattori determinanti per il successo d'impresa diventano necessariamente più sfaccettati**, chiamando in causa anche aspetti organizzativi fra cui il tipo di management e le caratteristiche della proprietà. Per leggere uno scenario, individuare vincenti e perdenti del nuovo quadro, non bastano del resto più le lenti d'analisi tradizionali (il settore, la dimensione d'impresa ad esempio), ma diventano cruciali variabili più articolate che risaltano gli elementi di differenziazione e originalità del singolo rispetto al suo benchmark: **l'appartenenza o meno ad una filiera vincente, la presenza di vantaggi tecnologici nell'impresa o appunto la qualità della direzione e della catena di controllo.**

Il contributo di un dirigente esterno in particolare, indipendentemente dalla proprietà diffusa o concentrata della singola realtà aziendale, deve leggersi oggi in termini di **apporto di nuova conoscenza, metodo e professionalità nella gestione.** L'esperienza diversificata, la capacità di adattamento, l'esposizione a più realtà dentro la medesima carriera rappresentano adesso più di prima un punto di forza, dato anche un quadro economico fatto di cicli sempre più frammentati dove il passato recente, e la tradizione, non sempre agiscono da guida efficiente per il futuro. Analogamente nell'attuale scenario **una dimensione strettamente nazionale dell'attività d'impresa, o della sua catena di controllo, può avere un costo opportunità crescente**, soprattutto considerando il divario di crescita, ma anche di potenziale, che il mercato nazionale ha messo in luce negli ultimi anni rispetto a quelli esteri. Numerose analisi hanno quindi riscontrato nell'appartenenza a catene del valore globali il discrimine fra chi lotta per sopravvivere e chi per crescere. L'internazionalizzazione passiva, ossia la presenza di investitori esteri nel capitale d'impresa, è a tutti gli effetti uno strumento che favorisce questo inserimento ed è quindi, in ultima analisi, un potenziale veicolo per il rafforzamento. L'idea di fondo è che **l'impresa passata sotto il controllo estero** ha necessariamente **davanti a sé un momento di rottura** rispetto alla sua storia. A partire da questa

discontinuità è in grado di costruire il suo posizionamento ottimale, perché può rafforzare e sfruttare un **effetto leva sui propri punti di forza** e contemporaneamente può beneficiare del **sostegno del gruppo** negli ambiti dove prima era più deficitaria.

Managerializzazione e attrazione di investimenti dall'estero rappresentano in altre parole **due possibili strade nuove in grado di contribuire a un rilancio del panorama industriale** italiano, un obiettivo certo sfidante, quanto oggi sempre più necessario. Davanti a un bilancio manifatturiero tornato indietro di almeno un decennio e di un quadro dei redditi delle famiglie scivolato di quasi il doppio è chiaro infatti che **non basterà** assecondare **i timidi segnali di inversione della caduta per trovare una vera ripresa**. Una ripartenza effettiva che consideri **i livelli pre crisi, non tanto come un target, ma come un punto di partenza**, passa necessariamente da un salto di qualità dell'industria nazionale, che sappia costruirsi rispetto al passato anche su nuove leve competitive. Entrambe le dimensioni analizzate in questo rapporto, **managerializzazione e investimenti dall'estero**, rispondono a questa esigenza perché da un lato **hanno un potenziale significativo sulla vita d'impresa**, dall'altro **sono elementi ancora sottodimensionati** nel quadro industriale nazionale.

Sul fronte della managerializzazione per esempio, il campione rappresentativo delle società di capitali oltre 1.5 milioni di euro di fatturato indagato nel rapporto, mostra come **la presenza nell'alta direzione di manager esterni alla proprietà sia ancora un fenomeno piuttosto minoritario**. Nel 60% delle imprese, la direzione è ancora prevalentemente affidata a membri della stessa famiglia che detiene la maggioranza del capitale. Questa commistione è un aspetto che porta con sé evidenti vantaggi, in termini per esempio di valori e continuità aziendale, ma che propone anche criticità rispetto agli attuali andamenti economici. **In passato uno sviluppo lineare dell'attività d'impresa, richiedeva al management di migliorare il volume d'affari mantenendo soprattutto coerenza rispetto alla tradizione**, facendo di ciò un vero e proprio punto di forza. **Oggi si vivono cicli sempre più volatili** e con oscillazioni più profonde: **il management è chiamato quindi a fasi alterne, da un lato, a una gestione attenta della crisi per contenere i danni, successivamente a impostare strategie di rapido sviluppo** per guadagnare velocemente posizioni. E' chiaro che queste strategie fanno riferimento anche ad attitudini personali e specializzazioni diverse del manager che non sempre riescono a convivere nella stessa figura. Affidarsi a manager esterni rappresenta da questo punto di vista un'opportunità in più per la proprietà che può scegliere il mix ottimale di competenza nella propria squadra dirigente.

Ancora più evidente il ruolo marginale ricoperto oggi in Italia dall'internazionalizzazione passiva. Secondo i principali indicatori di posizionamento, **il paese è in termini di attrazione ben al di sotto della sua dimensione economica**. Lo stock di IDE sul PIL non arriva al 20%, inferiore a tutti i principali benchmark europei. Analogamente è contenuto il contributo degli investitori stranieri sull'occupazione, solo il 7.5% degli addetti è impiegato in una multinazionale estera rispetto a standard europei del 12%. Paradossalmente un numero ridotto di acquisizioni non manca di suscitare comunque un qualche dibattito sulla loro opportunità. Da un lato c'è infatti chi vede nel passaggio al controllo estero un impoverimento del patrimonio industriale nazionale, dall'altro ci sono quanti vedono **nell'ingresso di nuovi investitori uno strumento per la sua valorizzazione**. E' quest'ultima l'idea di fondo del rapporto che vede nell'apertura agli investimenti dall'estero un'occasione di rilancio per il paese, offrendo risorse oggi non disponibili all'interno del mercato domestico, promuovendo meccanismi virtuosi den-

tro le imprese acquisite e a cascata sul loro indotto, stimolando attraverso la concorrenza un vero e proprio upgrading di tutto il sistema industriale nazionale.

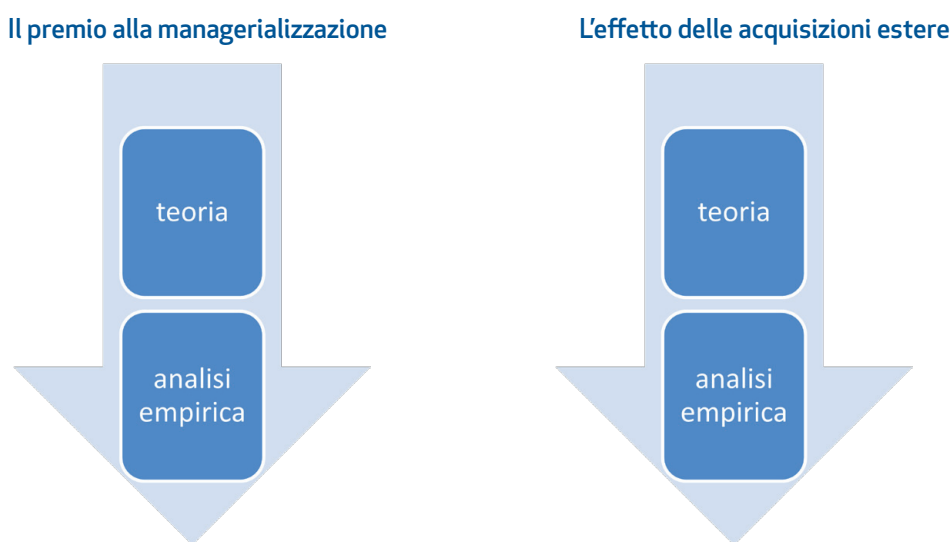
I principali risultati

- ▶ Dimensione, intensità tecnologica, servizi sono le parole chiave per le imprese italiane a più elevata vocazione manageriale esterna.
- ▶ L'analisi econometrica stima il "premio" della managerializzazione in un differenziale di performance del 2.4% per il fatturato, del 2.6% per l'occupazione e dello 0.9% per la produttività (dati medi annui tra il 2000 e il 2013).
- ▶ Gli investitori esteri non cercano saldi, ma sono attratti da imprese che si contraddistinguono per elevata intensità di immobilizzazioni immateriali e per solidità finanziaria.
- ▶ Le acquisizioni estere in Italia nei settori tecnologici hanno portato a un differenziale di performance pari al +3.4% per il fatturato, al +1.6% per l'occupazione e al +3.4% per la produttività del lavoro.
- ▶ Esiste un circolo virtuoso fra managerializzazione e attrattività degli investimenti, poiché un elemento favorisce l'altro. Entrambi rappresentano un potenziale acceleratore per la ripresa.

Obiettivo dell'analisi è dare un fondamento analitico e soprattutto una misurazione economica dei fenomeni oggetto d'analisi. Entrambi i capitoli sono quindi organizzati in modo da inquadrare per prima cosa i due aspetti (managerializzazione e investimenti dall'estero) all'interno della letteratura economica sulle imprese, successivamente per declinare e quantificare alcuni degli aspetti più rilevanti sul caso Italia.

In particolare le analisi sviluppate all'interno dei capitoli mostrano, in termini di crescita, occupazione e produttività, i differenziali che caratterizzano le imprese con manager esterni e quelle passate sotto

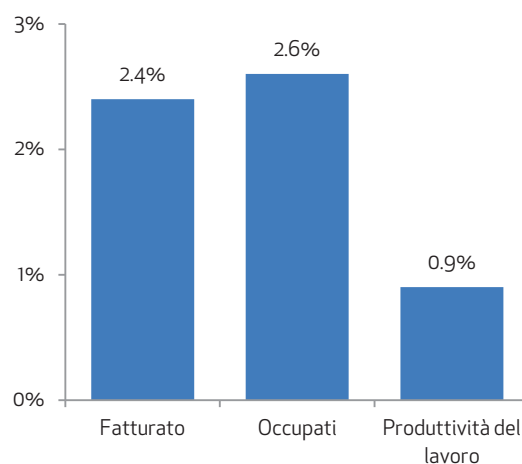
Fig. 1: Analisi Federmanager Prometeia: il metodo



il controllo estero rispetto a un **opportuno controfattuale**¹. Il tema del benchmark ideale è un aspetto metodologico particolarmente rilevante per entrambe le analisi e in qualche maniera rappresenta un passaggio fondamentale per cogliere l'effettivo contributo dei due elementi analizzati. **Non basta infatti la caratterizzazione di multinazionale o la presenza di un manager esterno per attribuire a questi aspetti l'interna responsabilità della performance economica.** Occorre isolarne il contributo al netto di tutti gli altri elementi (per esempio il settore di appartenenza o il taglio dimensionale) che potrebbero influenzare gli andamenti economici di un'impresa. L'opportunità di un manager o di un investimento non è quindi da misurarsi solo in funzione del segno (in caso di variazione del fatturato maggiore di zero), ma più propriamente in virtù di quel qualcosa in più (o in meno) che contraddistingue la performance della sua impresa rispetto a quella dei suoi benchmark di riferimento, dove non sono presenti manager esterni o acquisizioni.

Dal punto di vista della managerializzazione emerge **un premio che alle imprese con dirigenti esterni è valso in termini di fatturato 2.4 punti percentuali all'anno di crescita in più nel periodo 2000-'13.** Si tratta di un guadagno che, se generalizzato, avrebbe consentito di aumentare significativamente la debole crescita dell'economia italiana nello stesso periodo. Fra le fasi espansive dei primi anni e le difficoltà di quelli più recenti, il dato medio annuo di crescita del fatturato a prezzi correnti è stato per il sistema paese dell'1.3%, un livello addirittura inferiore alla dinamica dell'inflazione e quindi una perdita netta di valore. **La spinta manageriale rappresenta quindi in estrema sintesi il confine fra sviluppo e ridimensionamento,** una caratterizzazione che si conferma anche in termini di occupazione, considerando che le imprese con manager esterni hanno visto nello stesso periodo un differenziale positivo anche per quanto riguarda **i posti di lavoro generati (+1.8%).** Una chiave di lettura per interpretare questi risultati è il contributo del manager all'organizzazione ottimale delle risorse; emerge infatti un livello di produttività del lavoro significativamente superiore per imprese con prevalenza di dirigenti esterni. E' un **premio di competitività che è tanto più evidente nei settori a maggior intensità tecnologica,** come se il contributo del manager fosse più determinante al crescere del livello di complessità del settore. In particolare, oltre a un presidio importante dei manager esterni nel variegato comparto dei servizi (soprattutto in virtù della presenza di grandi imprese), emerge un peso significativo nella meccanica, elettrotecnica, chimica farmaceutica ed automotive, settori sempre più rilevanti nel determinare il posizionamento italiano nel quadro internazionale (nel 2014 pesavano per esempio il 60% dell'export nazionale). Non manca-

Fig. 2: Premio managerializzazione: totale economia (delta % m. annuo, stime su periodo 2000-2013)



¹ Secondo la definizione dell'Enciclopedia Treccani per situazione controfattuale si fa riferimento a stati di cose, alternativi rispetto a quelli reali, derivanti da un'ipotesi contraria a un fatto realmente accaduto (per es., la situazione che si sarebbe verificata nel caso di vittoria della seconda guerra mondiale da parte della Germania). Tradotto nella finalità del rapporto il controfattuale indaga la situazione di un'impresa simile per caratteristiche a quella managerializzata o oggetto di acquisizione dall'estero, ma dove la presenza di dirigenti esterni e investimenti stranieri non si è materializzata nel periodo di osservazione.

no peraltro fra i comparti a maggior presenza di manager esterni anche produzioni apparentemente tradizionali come l'alimentare. In realtà è proprio la rilevanza della figura del manager esterno a dar conto della complessità crescente di questi settori. I vertici delle imprese sono oggi chiamati per esempio ad aprirsi verso nuovi e più sfidanti mercati, a coordinare catene logistiche e del freddo sempre più lunghe, a programmare investimenti strategici al fine di promuovere temi di sicurezza alimentare sempre più rilevanti nel settore.

In maniera piuttosto trasversale fra i settori, **il contributo del manager avviene anche nella definizione di un assetto finanziario più equilibrato dell'impresa, creando quella che è una comune visione d'intenti con la proprietà**. Rispetto a un modello eccessivamente semplificato che contrappone gli obiettivi di breve del management esterno a quelli di lungo della proprietà, soprattutto se familiare, i dati raccontano invece di una sinergia fra i due soggetti. Quando ben governata, il differenziale di marginalità delle imprese manageriali è infatti generalmente positivo, i profitti dell'impresa non vengono distribuiti e dispersi, ma lasciati all'interno e utilizzati per lo sviluppo, come suggerisce un maggior utilizzo dell'autofinanziamento. Contemporaneamente è la proprietà stessa a credere nella sua impresa aumentandone la dotazione patrimoniale, pur non esercitando direttamente un controllo "di sangue" attraverso un membro della famiglia. **Il grado di capitalizzazione è infatti decisamente più elevato per le imprese managerializzate, proprio in virtù di un rapporto fiduciario fra controllo e direzione**, oltre che di una più netta separazione fra la finanza d'impresa e quella dell'imprenditore. Una tale caratterizzazione chiama in causa anche la struttura di incentivi che ispira l'attività del manager, un tema per cui esiste una vasta letteratura economica e che in questa sede è solo il caso di accennare. Il dato più rilevante è comunque che se ben calibrati, questi sistemi riescono a creare sinergia, **conciliando l'efficienza gestionale portata dal manager con la visione di lungo periodo tipica della proprietà familiare**.

Se la presenza di manager esterni rappresenta quindi uno strumento per accelerare la crescita e rafforzare l'impresa, la dimensione multinazionale costituisce allora un'occasione per la sua valorizzazione. Nella seconda parte, il rapporto indaga in particolare il differenziale di crescita fra le imprese in fun-

Fig. 3: Il ruolo del manager, approccio sintetico

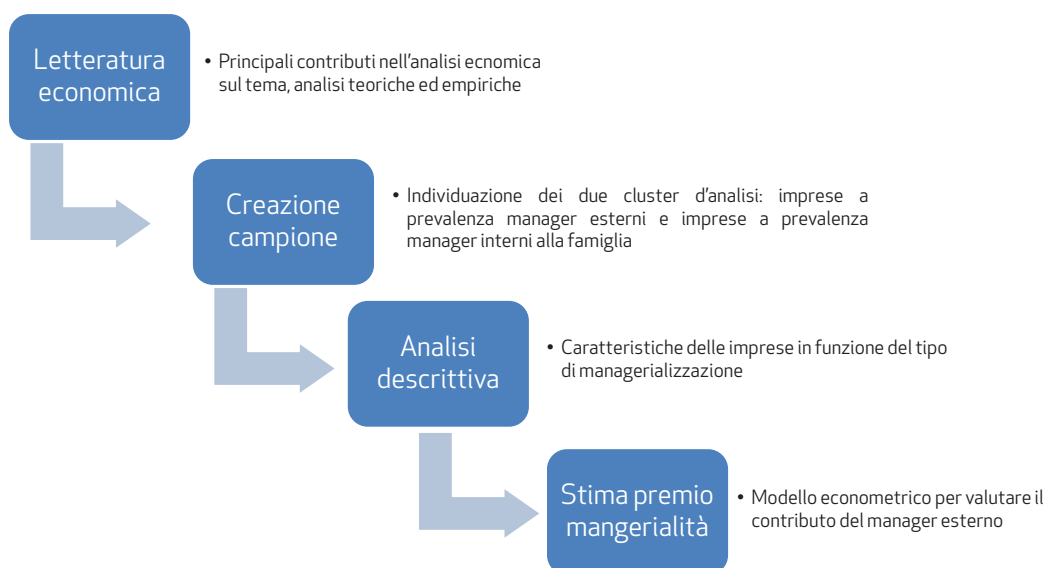
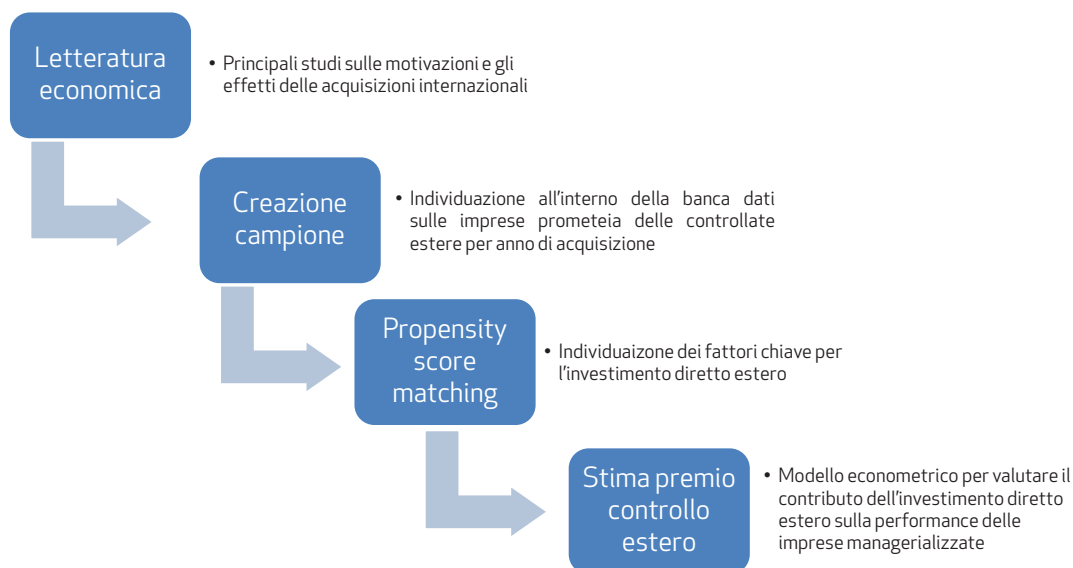


Fig. 4: Il ruolo degli investimenti dall'estero, approccio sintetico

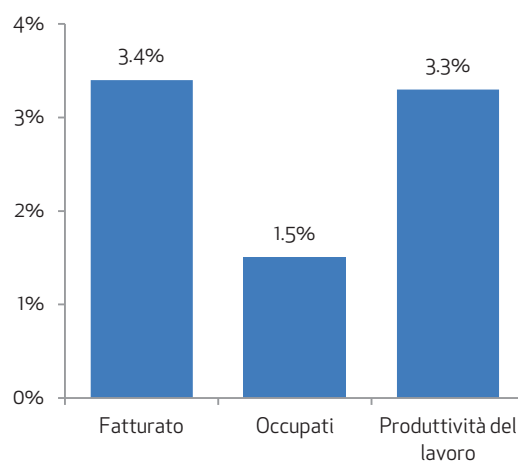


zione della nazionalità del controllo, contrapponendo quindi realtà diventate internazionali nel periodo di osservazione a quanti sono rimasti sotto il controllo nazionale. Anche in questo caso il premio dell'internazionalizzazione non è misurato attraverso un valore assoluto, ma confrontando la performance di un'impresa passata sotto controllo estero a quella di chi aveva caratteristiche economiche simili (setto-re di appartenenza, territorio, dimensione, equilibri finanziari), ma non ha vissuto una tale discontinuità.

Il primo elemento che emerge dall'analisi delle acquisizioni estere in Italia riguarda le caratteristiche di partenza delle imprese che hanno sperimentato nell'arco di oltre dieci anni (dal 1999 al 2011) l'ingresso con una quota di controllo di un investitore estero. Se non sorprende la maggior rilevanza di imprese managerializzate fra gli investimenti dall'estero, più interessanti sono le caratteristiche economico finanziarie delle cosiddette prede e le conseguenze dell'investimento estero. Rispetto a una visione distorta che immagina l'ingresso degli stranieri, come corollario di una crisi aziendale, e in fondo l'occasione di rilevare le imprese stesse a prezzi di saldo, i dati raccontano una storia diversa. **Sono infatti le aziende migliori che passano sotto il controllo estero, almeno dal punto di vista degli equilibri di bilancio e delle dotazioni competitive.**

Dal punto di vista delle conseguenze, l'analisi di numerosi casi aziendali suggerisce come **l'ingresso dell'investitore avviene più frequentemente in continuità rispetto alla storia dell'impresa e senza stravolgerne la vocazione indu-**

Fig. 5: Premio controllo estero, variazione media annua (differenziale per le imprese con management estero, acquisite da investitori esteri, periodo 2000-'13)



striale. L'ingresso dell'impresa in un gruppo più esteso consente, in particolare, l'accesso ad asset fino ad allora preclusi; è il caso più semplice del finanziamento infragruppo, ma riguarda soprattutto temi di organizzazione e riqualificazione dei fattori produttivi (capitale umano e tecnologia in particolare).

Per descrivere il contributo dell'internazionalizzazione passiva occorre quindi far riferimento ad una logica di valorizzazione più che di impoverimento industriale. Anche le stime sulla crescita delle imprese passate sotto il controllo multinazionale dicono che esiste un premio di performance. **Guardando ai soli settori tecnologici dell'industria manifatturiera il differenziale vale 3.5 punti di crescita all'anno per le imprese acquisite dall'estero. Lo stesso indicatore vale 1.5 punti in termini di occupazione e oltre 3.5 punti in termini di produttività delle risorse.** Si tratta di un premio multinazionale che è sensibilmente superiore a stime simili fatte relativamente all'intera economia italiana. Questo elemento porta quindi a dare ancora maggior peso alle strategie di internazionalizzazione passiva all'interno del sottocampione utilizzato nella ricerca: i settori tecnologici e le imprese managerializzate. Per queste imprese, **l'investimento diretto estero diventa in qualche maniera un vero e proprio fattore abilitante per dispiegare il potenziale.** E' facile del resto immaginare come al crescere della complessità dei prodotti aumentino i possibili vantaggi legati per esempio all'utilizzo di una ricerca e sviluppo di gruppo, trasferimenti tecnologici e più in generale di know how condiviso. Lo stesso contributo positivo vale sotto il profilo della direzione aziendale; una volta inserito, e legittimato, in una squadra e in un framework organizzativo globali, **il manager può valorizzare al meglio le proprie competenze e la sua capacità di influenzare la performance.**

Conclusioni

In quadro dell'economia italiana ancora provato dall'eredità della crisi e per cui il ritmo della ripresa in corso rimane comunque insufficiente a recuperare in tempi certi quanto perso, **managerializzazione e attrazione di investimenti diretti dall'estero rappresentano il possibile punto di rottura dello scenario.** Davanti a una crescita inerziale ancora troppo lenta questi due elementi rappresentano un vero e proprio acceleratore, ma anche una rete di sopravvivenza, per il patrimonio industriale. Si tratta per entrambi gli elementi di veicoli ancora poco sfruttati nel sistema Italia, ma proprio per questo gli stessi offrono un maggior potenziale.

Attraverso la responsabilizzazione di manager esterni e l'ingresso di nuove compagini internazionali nel panorama manifatturiero è infatti possibile dare un nuova forma, più strutturata, organizzata, al passo con un mondo sempre più complicato, al naturale talento dell'impresa italiana; un fattore endemico che la crisi ha per ora solo in parte ridotto, ma che ha bisogno di nuovi spunti per il suo rilancio. Il successo dell'Italia nel mondo è stato fino ad oggi soprattutto un successo di prodotto e invenzione. **Il nuovo assetto della competizione internazionale continuerà a premiare queste qualità, ma allo stesso tempo richiede processi organizzati, esperienze diversificate, dimensioni di sistema e innovazione permanente dentro le imprese.** Sono aspetti tanto più probabili, quanto più diffusi saranno professionalità, pianificazione e apertura internazionale. Il passaggio alla managerializzazione risulta come uno strumento complementare per conciliare tradizione e specializzazione, capacità di lettura del presente e visione a lungo termine e non come un processo in antitesi alla natura familiare di gran parte del capitalismo italiano. **Non basterebbe peraltro l'etichetta di manager esterno alla famiglia per garantire la ca-**

pacità di adattamento e rilancio tanto necessari, né è da escludersi che dentro la proprietà già non esista il know how sincronizzato con il nuovo scenario. **Il richiamo alla managerializzazione diventa in questo caso soprattutto un richiamo al merito**, affidando il comando delle imprese, o di loro funzioni chiave, sulla base di certificazioni, esperienze e professionalità.

C'è infine un tema di interazione fra i due elementi, **il manager e l'investimento internazionale, una sorta di circolo virtuoso che diventa oggi un vero e proprio asset per la ripresa**. Se l'investimento estero rappresenta uno strumento sempre più necessario per sopperire alla mancanza di risorse proprie, **una governance aziendale ben definita è uno dei punti chiave nell'attrarre l'interesse degli investitori**. La letteratura economica sottolinea in particolare come alla managerializzazione dell'impresa corrisponda una maggior trasparenza nel definire punti di forza e debolezza agli occhi dei potenziali acquirenti, che invece leggono con più difficoltà, e guardano quindi con minor favore, realtà dove proprietà e controllo si identificano. L'esperienza racconta inoltre come sia soprattutto **la figura del manager a fare da trait d'union fra gli stakeholder dell'impresa acquisita** (lavoratori, fornitori, partner territoriali) e **i nuovi proprietari**, un elemento di garanzia per favorire la continuità e un filtro opportuno per gestire la transizione.

Esiste poi anche il percorso inverso e quindi il contributo che l'ingresso di investitori esteri offre al management. **Inserito in una dimensione globale**, chiamato a misurarsi con le best practice internazionali di gestione e a confrontarsi con colleghi di diversa estrazione, **il manager trova nell'ambiente multinazionale un elemento sfidante da cui trae lo spunto per migliorarsi e legittimarsi agli occhi dell'impresa**. Una volta che gli ingredienti che compongono il premio multinazionale diventano patrimonio del manager, questi diventano soprattutto patrimonio del paese perché si trasferiscono lungo la filiera e condizionano la gestione d'impresa anche al di fuori della singola realtà multinazionale.

Questo stimolo positivo al cambiamento derivante dall'iterazione di investimenti esteri e managerializzazione appare nitido dal confronto sui tratti caratteristici dei ruoli apicali nelle controllate estere in Italia e il dato medio nelle altre imprese. Da questo appare netto come **per la classe dirigente italiana, un rafforzamento della presenza di investitori dall'estero può avere effetti virtuosi**. Potrebbe per esempio esser l'occasione per dar maggior **fiducia alle nuove generazioni** (le multinazionali hanno un management più giovane), perché più capaci di adattarsi alle novità. Può inoltre stimolare **l'attrazione di talenti dall'estero** (i dirigenti nati fuori dall'Italia sono ancora meno del 10%) perché questi rappresentano la chiave per tenere il passo con la globalizzazione dei mercati. Può infine esser **l'occasione per valorizzare il ruolo femminile** dentro le imprese (oggi meno del 20% della forza dirigente), non solo per la comprovata capacità d'innovazione, ma perché è proprio dalla varietà e confronto costruttivo di una squadra mista che nascono maggior competitività ed efficacia nel perseguire gli obiettivi.

Capitolo 1

Managerialità e performance

13

Il capitolo si apre con una rassegna della letteratura economica in merito alla relazione tra managerialità e performance (dalla teoria dell'agenzia, alle teorie sulla selezione delle risorse, all'approccio "management as a technology", etc.). Il dualismo tra management familiare e management esterno è stato oggetto di numerose analisi empiriche; questo lavoro mira a valutarne l'adattabilità al caso italiano. Dimensione, intensità tecnologica, servizi sono le parole chiave per le imprese italiane a più elevata vocazione manageriale esterna; a ciò si aggiungono capitalizzazione d'impresa, attrazione di investitori esteri, migliori performance. L'analisi econometrica stima il "premio" alla managerialità esterna in un differenziale di performance, per il totale economia, del 2.4% per il fatturato, del 2.6% per l'occupazione e dello 0.9% per la produttività (in termini medi annui tra il 2000 e il 2013).

Le indicazioni della letteratura economica

Negli ultimi venti anni un numero crescente di studi ha tentato di individuare i fattori alla base delle forti diversità di performance tra imprese, un filone di ricerca che ha beneficiato della sempre più ampia disponibilità di micro-dati (parallelamente alla migliore qualità degli stessi) e dei progressi in ambito informatico per le analisi quantitative. Oltre che sui tradizionali fattori di produzione (capitale fisso e lavoro) l'attenzione degli economisti si è concentrata in modo particolare su una serie di fattori addizionali, sia materiali (es. tecnologie Ict) che immateriali (es. capitale umano), che consentono incrementi sostanziali dell'output aziendale.

Non sorprende quindi come anche il legame tra managerialità e performance sia stato oggetto di diversi studi: d'altra parte, già nel 1887 in un dibattito tra gli economisti Marshall e Walker sul *Quarterly Journal of Economics* veniva riconosciuta la rilevanza del contributo dell'abilità manageriale nel determinare i risultati di impresa. Le analisi di natura teorica più recenti in questo ambito si sono sviluppate in modo particolare lungo un filo logico di contrapposizione tra managerialità esterna e family management. Se da un lato le conclusioni standard della teoria dell'agenzia (es. Chrisman et al., 2004; Jensen and Meckling, 1976) indicano maggiori probabilità di successo per imprese con management familiare, che beneficiano dell'allineamento di interessi e delle ridotte asimmetrie informative tra proprietà e management, dall'altro diversi lavori teorici (es.) hanno sottolineato come le imprese con management esterno riescono a mobilitare risorse umane e finanziarie in maniera più efficiente rispetto ad esse, ottenendo migliori performance. Questo secondo filone di ricerca si concentra nello specifico sui meccanismi di selezione delle risorse che, in sintesi, nel caso del family management possono portare a sacrificare la performance a vantaggio della stabilità familiare¹. Inoltre, viene sottolineato come il management esterno,

¹ Parentela e altruismo possono indurre distorsioni nei processi decisionali, comportando un peggioramento delle qualità manageriali.

in virtù della relativamente minore connessione con gli asset aziendali, possa adottare processi decisionali strategici maggiormente produttivi, sebbene caratterizzati da un più elevato grado di rischiosità. Tra gli approcci teorici che stanno maggiormente contribuendo alla comprensione della relazione tra management e performance aziendale, così come dei canali attraverso cui tale legame si esplica, vi è indubbiamente quello del “Management as a technology” (Bloom et al., 2012 the new empirical economics of management). In tale contesto il management è considerato come capitale intangibile, che impatta sulla produttività totale dei fattori dell’impresa al pari di una qualsiasi innovazione tecnologica, la cui accumulazione viene endogenamente determinata al pari di quella dei tradizionali fattori di produzione. Il modello teorico, supportato da una solida evidenza empirica, consente di giungere a tre importanti conclusioni:

- ▶ il management è positivamente associato a miglioramenti della performance (produttività, crescita e sopravvivenza);
- ▶ esiste un processo di riallocazione dell’attività economica a favore delle imprese con migliori pratiche di management (sia in termini di input che di output); politiche economiche che promuovono l’abbassamento delle barriere tariffarie e una maggiore flessibilità del lavoro aumentano la velocità della riallocazione²;
- ▶ la concorrenza sui mercati dei beni aumenta la qualità manageriale media nell’economia; una spiegazione parziale di questo effetto è il fatto che la concorrenza implica una valutazione più realistica delle proprie prestazioni da parte dei manager.

Fig. 1: La teoria economica

management esterno vs management familiare

teoria dell’agenzia

- allineamento di interessi e ridotte asimmetrie informative: maggiori probabilità di successo per imprese con management familiare

teorie selezione risorse

- il management esterno, in virtù della relativamente minore connessione con gli asset aziendali, possono adottare processi decisionali strategici maggiormente produttivi, sebbene più rischiosi
- family management: sacrificare la performance a vantaggio della stabilità familiare

management as a technology

- capitale intangibile che impatta sulla Total Factor Productivity
- il management è positivamente associato a miglioramenti della performance (produttività, crescita, e sopravvivenza)
- esiste un processo di riallocazione dell’attività economica a favore delle imprese con migliori pratiche di management (sia in termini di input che di output)
- la concorrenza sui mercati dei beni aumenta la qualità manageriale media nell’economia; una spiegazione parziale di questo effetto è il fatto che la concorrenza implica una valutazione più realistica delle proprie prestazioni da parte dei manager

² Dall’analisi emerge anche come la recessione 2008-09 ha dato impulso al processo di riallocazione a favore delle imprese con migliori pratiche manageriali.

Allo sviluppo di elaborazioni teoriche che descrivono i meccanismi alla base della relazione tra management e performance, si è andato progressivamente affiancando un discreto numero di analisi empiriche che hanno contribuito a supportare in modo solido le ipotesi sopra riportate. Detto che anche sul piano econometrico le ricerche hanno approfondito in modo specifico il dualismo tra imprese con management familiare e imprese con management esterno, ciò che emerge da analisi recenti (vd. Bandiera, Prat, Sadun, 2015) è un chiaro vantaggio in termini di performance a favore delle seconde. Bennedsen et al. (2007), in uno studio sulle imprese danesi, evidenziano un guadagno di circa 4 punti percentuali in termini di redditività per le imprese guidate da manager esterni rispetto alle imprese con management familiare. Risultati simili, sempre in un contesto di analisi panel, emergono dal lavoro di Barth et al. (2005) sulla produttività di un campione di imprese norvegesi. Da segnalare come, sulla scia di un progetto partito nel 2004 denominato "World Management Survey", ultimamente siano state pubblicate anche analisi econometriche che mostrano l'impatto del management esterno sulla produttività totale dei fattori (vd. Bloom et al., 2014) sulla base di misurazioni quantitative delle pratiche di management³.

Per quanto riguarda le analisi riguardanti l'economia italiana, segnaliamo il recente lavoro di Lippi e Schivardi (2014) che mostrano come le imprese con management familiare tendano a implementare strategie di selezione degli executive relativamente peggiori (poiché preferiscono, in media, rivolgersi a manager familiari meno qualificati), comportando una perdita di produttività di circa il 6% rispetto alla controparte. In un'analisi di tipo panel su un campione di imprese manifatturiere per il periodo 2004-2006, Cucculelli et al. (2014) confermano la migliore performance delle imprese con management esterno, tra

Fig. 2: La letteratura empirica

management esterno vs management familiare

analisi panel

- confermano le migliori performance delle imprese con management esterno
- differenziale di produttività molto variabile a seconda dei periodi/metodi di stima

World Management Survey (2004)

- misurazioni quantitative delle pratiche di management: interviste che consentono di attribuire un punteggio a 18 differenti pratiche manageriali in tre diverse aree (controllo, obiettivi e incentivi/gestione risorse umane).
- impatto positivo sulla produttività totale dei fattori

analisi sull'Italia

- Lippi e Schivardi (2014) mostrano come le imprese con management familiare tendano a implementare strategie di selezione degli executive relativamente peggiori (poiché preferiscono, in media, rivolgersi a manager familiari meno qualificati), comportando una perdita di produttività di circa il 6% rispetto alla controparte.
- Cucculelli et al. (2014): migliore performance delle imprese con management esterno, tra il 3.5% e il 5% a seconda delle diverse specificazioni del modello, in termini di produttività totale dei fattori; tale risultato viene, tuttavia, attenuato dall'inclusione nel modello dell'anzianità delle imprese con management familiare

³ Tale metodologia si basa su informazioni di interviste che consentono di attribuire un punteggio a 18 differenti pratiche manageriali in tre diverse aree (controllo, obiettivi e incentivi/gestione risorse umane).

il 3,5% e il 5% a seconda delle diverse specificazioni del modello, in termini di produttività totale dei fattori. Tale risultato viene, tuttavia, attenuato dall'inclusione nel modello dell'anzianità delle imprese con management familiare, le quali possono evidentemente beneficiare, con il passare degli anni, degli effetti positivi dell'apprendimento, sia in termini di capacità produttiva che di selezione e sfruttamento di opportunità tecnologiche⁴.

L'analisi empirica: il ruolo dei manager esterni in Italia

L'Italia è come noto un caso anomalo nella panorama industriale occidentale. Da punto di vista della specializzazione, della dimensione e della proprietà delle imprese, molte analisi sottolineano la peculiarità di un modello in cui anche il ruolo del manager deve conciliarsi con queste particolarità. Al fine quindi di valutare compatibilità e adattabilità della teoria economica al caso italiano, il tema della managerialità va inserito nella realtà specifica del capitalismo italiano. Questo approccio parte quindi dalla creazione di un campione di circa 200 mila imprese, rappresentative della struttura dell'economia italiana in termini di struttura settoriale, territorio di riferimento e dimensione d'impresa. La composizione settoriale in particolare abbraccia tutti i comparti di attività: dall'agricoltura all'industria, dalle costruzioni alla distribuzione, dai servizi alle imprese fino a trasporti ed energia. Dal punto di vista della dimensione è stato scelto invece di introdurre una soglia minima di fatturato – identificata in un livello annuo di 1.5 milioni di euro – al fine di focalizzarsi su imprese strutturate, aventi la forma giuridica di società di capitali, per le quali è possibile disporre di informazioni relative ai bilanci aziendali di esercizio e per cui oggettivamente la scelta fra l'utilizzo di un manager esterno alla proprietà rispetto a un familiare è un tema di scelta e non di necessità. Peraltro la natura familiare del capitalismo italiano suggerisce l'opportunità di definire il concetto di managerialità in maniera più dettagliata di quella che potrebbe emergere dalla natura diffusa o concentrata della proprietà. Impresa familiare e managerializzazione non sono infatti in antitesi all'interno di questo studio che al contrario ne mette in luce possibili sinergie. Un'impresa managerializzata è più che altro una realtà aperta alla presenza di dirigenti esterni e che organizza il suo controllo non tanto sulla base di legami di sangue, ma premiando il merito e selezionando i propri manager senza vincoli d'appartenenza.

Il campione d'analisi organizza quindi indicatori economici assieme a informazioni sulla natura del management delle imprese. Per ciascuna azienda sono riportati in particolare i dati contabili di bilancio⁵ (Stato Patrimoniale e Conto Economico) disponibili sul periodo storico 2000-2013 e dati anagrafici relativi al settore di attività, alla classe dimensionale di appartenenza, alla provincia sede d'impresa⁶.

⁴ Dall'altro lato, l'età dell'impresa può influenzare negativamente la produttività aziendale a causa dell'inerzia.

⁵ I bilanci vengono riclassificati in modo omogeneo, e successivamente controllati, eliminando quelli con forti squadrature o errori palesi. L'informazione di bilancio fruibile è basata su uno specifico schema di riclassificazione Prometeia, in base al quale vengono rese disponibili un'ampia gamma di poste riclassificate e di indici di bilancio. Le imprese sono classificate in base a una codifica settoriale Prometeia, coerente con la classificazione Istat Ateco2007. La banca dati viene aggiornata mensilmente con flussi informativi di fonte Bureau van Dijk.

⁶ Il database è stato costruito combinando le informazioni presenti negli archivi anagrafici Prometeia con la banca dati Prometeia sui bilanci aziendali. L'anagrafica riproduce una mappatura di oltre 1 milione di imprese italiane, distinte in artigiane e non artigiane. Le informazioni relative ai bilanci riguardano le società di capitale italiane: oltre 900 mila imprese per cui sono disponibili i bilanci di esercizio (non consolidati), per un periodo storico che va dal 1990 all'ultimo anno di bilancio depositato presso le Camere di Commercio.

Fig. 3: Il campione di analisi



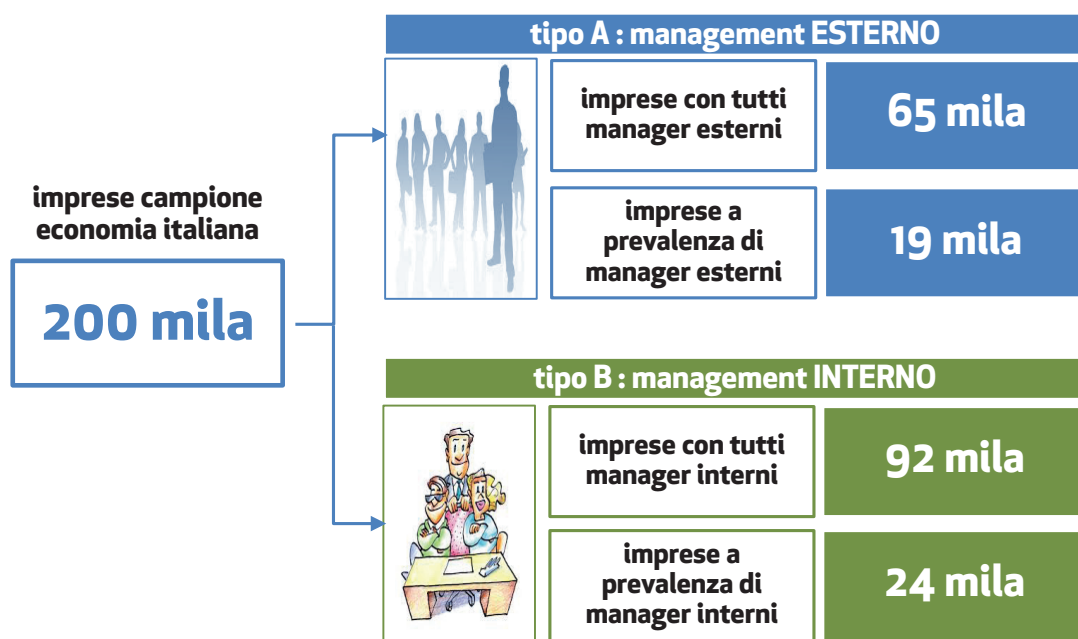
Per le imprese selezionate, i dati quantitativi sopra descritti sono stati quindi integrati, ove possibile⁷, con informazioni qualitative sul management – le cui relazioni con la performance aziendale rappresentano il focus dello studio – e sulla proprietà d'impresa: nome, cognome, data di nascita, ruolo, genere, nazionalità dei manager; analoghe indicazioni sono state raccolte per gli *shareholders*, per i quali si è considerata anche la quota di azionariato facente capo a ciascuno. Fonte per tali informazioni è la banca dati Orbis - Bureau van Dijk (che contiene informative dettagliate su aziende di tutto il mondo) in cui sono organizzate le indicazioni sui principali esponenti tratte da scritture contabili (nota integrativa), organigrammi, procure, visure camerali, etc.

Per la costruzione della base dati, cruciale è innanzitutto l'identificazione del perimetro che qualifica il ruolo di "**manager**": in questo studio si definiscono tali le figure direttive apicali, anche se non formalmente inquadrati come dirigenti, ma inserite nei documenti amministrativi depositate presso gli enti preposti a dare informazioni all'esterno sulle singole imprese (per l'Italia prevalentemente le Camere di Commercio); le qualifiche considerate spaziano quindi dal top management (Presidente Consiglio di Amministrazione, Vice Presidente, Amministratore Delegato, Direttore Generale) ai responsabili di funzione (Direttore marketing, Direttore finanziario, Direttore del personale, Direttore acquisti, etc.).

Importante è poi la distinzione tra diverse tipologie di management, a seconda dell'origine (interna/ esterna alla proprietà) di chi ricopre ruoli apicali in azienda. A tale scopo è stato sviluppato un algoritmo semantico che processa, combinandole, le informazioni a disposizione su management e proprietà, verificando per ciascuna figura manageriale individuata l'eventuale corrispondenza tra ruolo dirigenziale e possesso di quote del capitale aziendale (una descrizione più dettagliata dell'algoritmo si può trovare nel

⁷ La numerosità delle imprese per cui le informazioni di dettaglio sul management non sono disponibili, o comunque non presentano un sufficiente grado di completezza per le finalità di analisi, è estremamente marginale, pari allo 0,3% sul campione delle 200 mila imprese considerate.

Fig. 4: Clusterizzazione per tipologia di management: output dell'algoritmo sul campione di 200 mila imprese



box dedicato). Output dell'algoritmo è la classificazione delle imprese del campione in due sottogruppi:

- ▶ **imprese gestite da manager esterni alla proprietà familiare** (da qui in avanti denominate più brevemente "a management esterno")
- ▶ **imprese gestite da manager interni alla proprietà familiare** (da qui in avanti denominate più brevemente "a management interno").

La figura 4 riporta schematicamente l'output della classificazione adottata, con riferimento alle 200 mila imprese del campione rappresentativo dell'economia italiana: a livello complessivo, le imprese con management totalmente o prevalentemente esterno rappresentano circa il 40% del totale, contro un 60% di imprese gestite da membri interni alla famiglia proprietaria.

Le principali caratteristiche delle imprese managerializzate

Il manager assume decisioni e gestisce risorse per perseguire gli obiettivi della gestione aziendale; il ruolo dell'alta direzione è pertanto fondamentale nel determinare l'orientamento strategico e, di conseguenza, il successo o meno di un'azienda. Lo studio delle caratteristiche del management nelle imprese italiane merita quindi un approfondimento. In questa sede, il quesito più rilevante è il seguente: le aziende che introducono nella struttura di governance manager esterni presentano tratti distintivi rispetto a chi invece si affida a manager interni alla proprietà?

L'analisi descrittiva del campione selezionato fa emergere alcuni elementi caratterizzanti le diverse tipologie di management attraverso i quali è possibile spingersi, pur con le dovute cautele, a formulare anche alcune valutazioni in merito alla qualità del management stesso. In estrema sintesi, dimensione, intensità tecnologica, servizi sono le parole chiave che maggiormente caratterizzano le imprese italiane a più

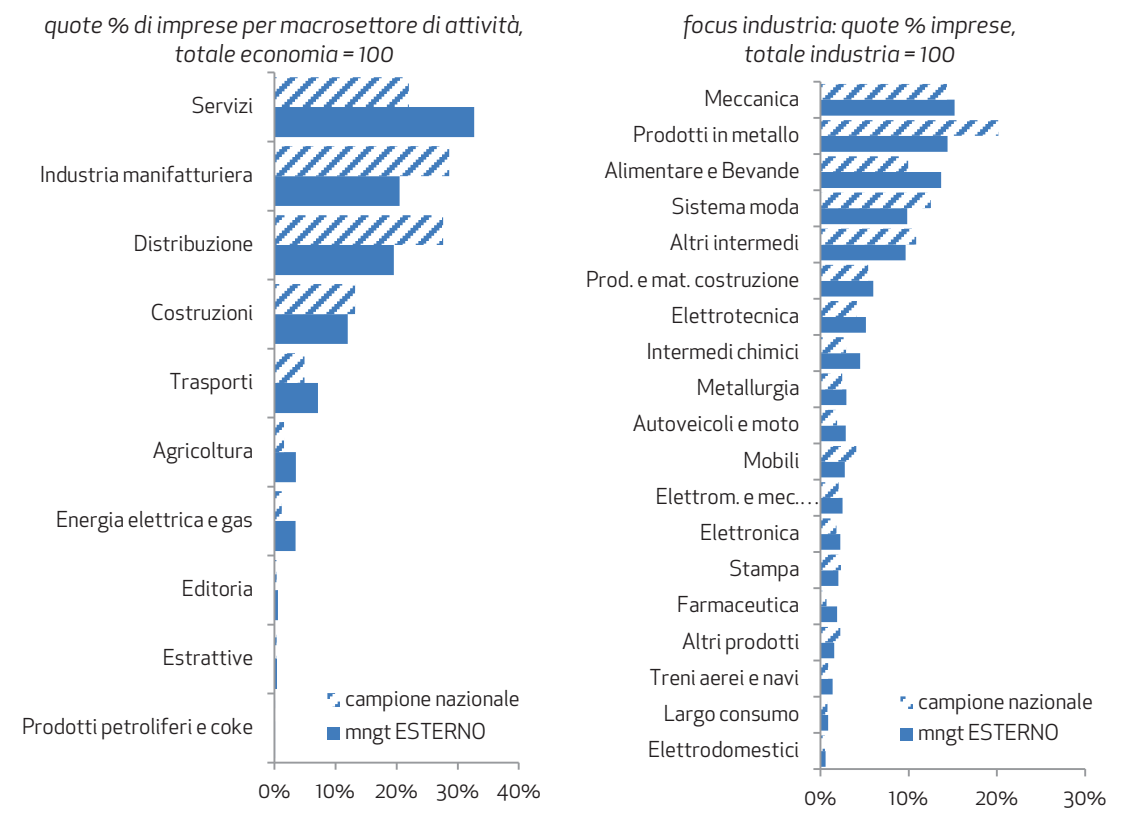
elevata vocazione manageriale esterna. A ciò si aggiungono capitalizzazione d'impresa, attrazione di investitori esteri, migliori performance.

Guardiamo più in dettaglio a come si esplicano queste caratteristiche nell'evidenza empirica. Con riferimento alla **dimensione settoriale** si rileva come, nel complesso dell'economia italiana, sia il settore dei servizi a vantare la maggiore incidenza relativa di manager esterni: appartengono a questo comparto poco più di 1/5 delle imprese del campione; tale quota si approssima a 1/3 quando si guarda al cluster delle sole imprese a management esterno.

Trasporti, agricoltura⁸, energia sono – pur con un'incidenza significativamente inferiore sul totale economia rispetto ai servizi – altri comparti in cui si osserva una prevalenza di imprese a management esterno. Industria manifatturiera e distribuzione mostrano, per contro, una decisa maggiore incidenza di imprese a management interno (circa 8 su 10, a fronte di meno di 6 su 10 nei servizi). Nel comparto delle costruzioni la natura della governance non sembra, invece, essere un elemento discriminante.

Tali evidenze empiriche delineano un quadro in cui il grado di complessità della gestione e il livello di innovazione tecnologica insito nell'attività d'impresa risultano favorire forme di management esterno alla famiglia proprietaria. Una guida "esterna" tende ad essere più flessibile e reattiva nell'apportare cambiamenti, più propensa all'innovazione e all'esplorazione di nuove strategie, caratteristiche importanti so-

Fig. 5: Le imprese del campione: distribuzione settoriale



⁸ Si tratta, nello specifico, di imprese agricole strutturate, di dimensioni relativamente grandi (fatturato > 1,5 milioni di euro) rispetto alla media settoriale e non della moltitudine delle piccole e piccolissime aziende agricole (imprese individuali o società di persone).

Box 1 – Algoritmo di clustering per tipologia di management

Il coinvolgimento o meno della famiglia proprietaria nel management aziendale costituisce l'elemento chiave attorno a cui ruota questa analisi. La definizione di impresa familiare è piuttosto controversa, sia in letteratura sia negli studi empirici. Al fine di limitare il più possibile le ambiguità definitorie, in questa analisi la classificazione delle imprese del campione in funzione della natura della gestione - interna/esterna alla famiglia proprietaria - è stata effettuata attraverso un algoritmo semantico che lavora, a diversi livelli di dettaglio, sul confronto incrociato tra i nominativi dei manager e quelli che compongono la struttura proprietaria dell'impresa. Il focus in questa sede, è bene sottolinearlo, riguarda la natura della gestione, non della proprietà; quest'ultima rappresenta però lo strumento per arrivare a una definizione in merito al primo aspetto.

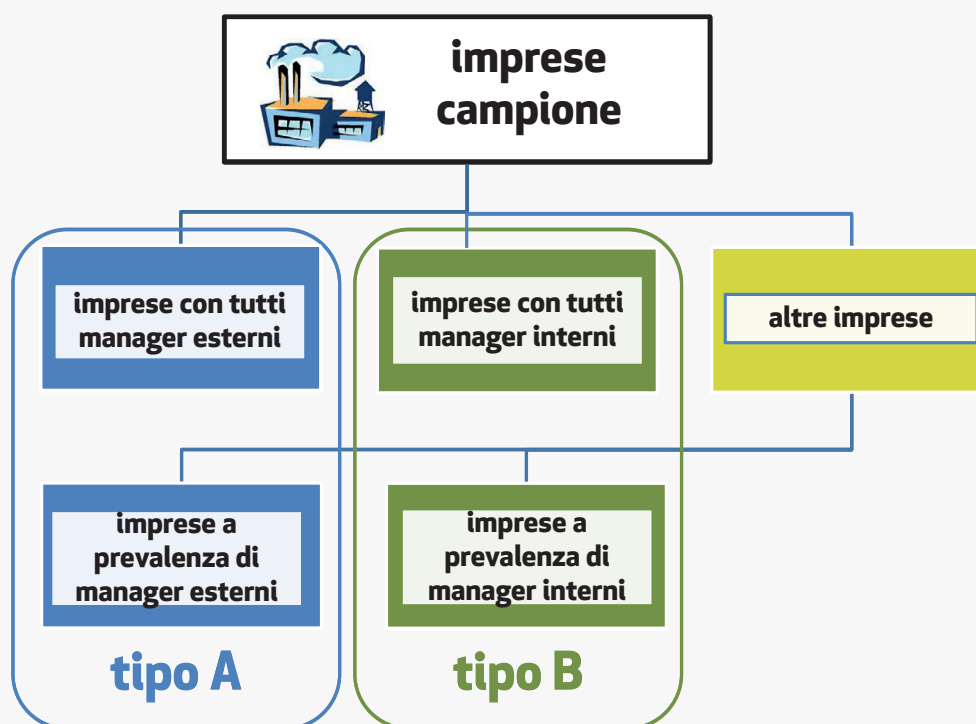
Un'impresa è definita a **management interno** nel caso in cui i ruoli manageriali individuati dalle statistiche a disposizione siano coperti in toto (o in parte, in relazione a determinati valori soglia in termini di quota di proprietà riconducibile alla famiglia) da membri della famiglia proprietaria, ossia da chi detiene la titolarità di tutto o parte del capitale di rischio. In sostanza, in queste imprese

tutti i manager sono anche azionisti della società o comunque la quota di azionariato dei manager-proprietari (per singolo individuo o a livello di aggregato familiare) è di controllo.

Un'impresa è invece definita a **management esterno** nel caso in cui i ruoli manageriali individuati dalle statistiche a disposizione siano coperti in toto (o in prevalenza) da membri esterni alla proprietà. In sostanza, in queste imprese nessuno dei manager risulta avere quote di partecipazione nella società o, nel caso in cui alcuni dei manager rientrino nell'azionariato, le quote da essi detenute sono marginali e non di controllo.

Per arrivare a questa distinzione, l'algoritmo identifica inizialmente all'interno della lista dei ruoli manageriali quelli coperti da persone fisiche, eliminando le duplicazioni tra persone che rivestono più incarichi di governance. Per ciascuno dei soggetti così individuati viene valutato l'eventuale possesso di quote di azionariato nella società (a questo livello di analisi, senza discriminare sull'entità delle quote stesse) attraverso un match con i dati sulla struttura proprietaria delle aziende del campione. Al fine di tale valutazione si utilizza una variabile messa a disposizione nella banca dati Orbis ("manager anche azionista

Fig. B1: Schema della clusterizzazione applicata attraverso l'algoritmo



(si/no)⁹) a cui è stato comunque affiancato un controllo sulla corrispondenza tra i singoli nominativi di manager e azionisti per ciascuna società oggetto di analisi.

Il confronto tra le informazioni sul management e quelle sulla proprietà consente, in prima battuta, di identificare il cluster costituito dalle **imprese in cui tutti i manager sono esterni alla proprietà d'impresa** (nessuno dei manager è anche azionista).

All'opposto, un secondo raggruppamento è costituito dalle imprese in cui tutti i manager sono anche azionisti; si tratta di aziende che per certo possono essere definite familiari e che pertanto rappresentano un **primo nucleo di imprese a management interno**.

A complemento del tutto restano le imprese a management misto, quelle in cui almeno un manager (ma non tutti i manager) è anche azionista. Queste vengono sottoposte a successivi controlli finalizzati a discriminare tra le due tipologie di governance di interesse per questa analisi:

- » imprese in cui la quota di azionariato detenuta dai manager può essere considerata di controllo, che vanno a completare il cluster delle **imprese a management interno**
- » imprese in cui la quota di azionariato detenuta dai manager è ritenuta marginale,

classificate quindi come **imprese a management esterno**.

Il check sulle quote di azionariato fa riferimento ai soli azionisti persone fisiche che rivestono anche ruoli manageriali. Il valore soglia definito come discriminare affinché la quota non sia ritenuta marginale, ma bensì rilevante per incidere sull'indirizzo aziendale, è pari al 10% (percentuale minima convenzionalmente utilizzata per definire il controllo di un azionista). Ai fini dell'analisi, tale quota è utilizzata sia con riferimento ai singoli individui sia a livello aggregato familiare. Il controllo sull'azionariato cumulato familiare viene realizzato isolando i cognomi dei manager proprietari di azioni e sommando le quote in possesso delle persone che hanno lo stesso cognome.

In concreto, un'azienda in cui le posizioni manageriali sono coperte in parte da membri della famiglia proprietaria in parte da persone esterne alla proprietà è definita a management interno se:

- » almeno uno dei manager-proprietari detiene azioni per il 10% o più del totale
- » oppure, i manager-proprietari detengono, nel complesso della famiglia, azioni per il 10% o più del totale.

Nel caso in cui nessuna delle due precedenti affermazioni sia vera, l'azienda viene definita a management esterno.

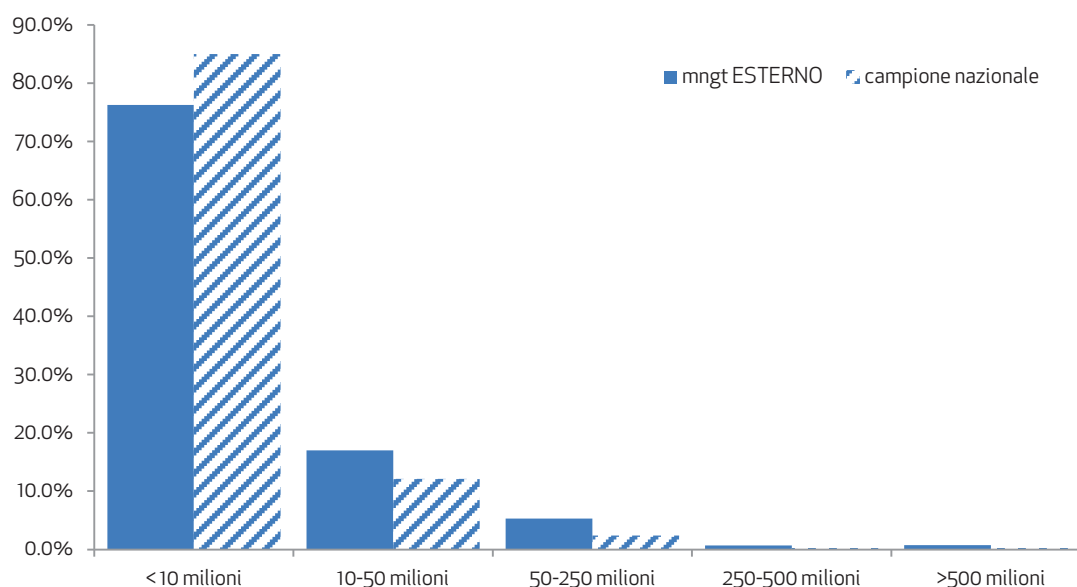
prattutto in un ambiente competitivo complesso in cui i fattori che condizionano il successo (concorrenti, mercati, tecnologie, etc.) sono sempre in più rapido mutamento.

Questa interpretazione trova supporto analizzando più in dettaglio la relazione tra dimensione settoriale e forma di governance all'interno del comparto manifatturiero. Nello specifico dei settori dell'industria italiana, tra quelli a maggiore vocazione manageriale esterna si annoverano elettrotecnica, meccanica, automotive, chimica, farmaceutica e alimentare⁹. Per contro, settori dalle produzioni più tradizionali quali mobili e moda vedono prevalere nei ruoli dirigenziali/gestionali figure interne alla proprietà (la quota di imprese a management interno si approssima, in entrambi i casi all'85%).

L'identificazione di una relazione diretta tra aumento della complessità aziendale e tendenziale maggiore ricorso a manager esterni – figure tradizionalmente chiamate a completare il portafoglio di competenze interne all'azienda – si conferma anche con riferimento a un'**analisi per classe dimensionale**. L'incidenza del management esterno si mostra, infatti, progressivamente più elevata al crescere della dimensione d'impresa: in particolare, la governance esterna è relativamente meno diffusa rispetto alla me-

⁹ L'elevata incidenza di imprese a management esterno in questo settore può essere spiegata anche alla luce della complessità delle strategie di approccio al mercato in una fase, come quella attuale, in cui il settore si sta rapidamente aprendo all'internazionalizzazione, dopo essere rimasto per anni fortemente legato al mercato interno per via di vincoli dovuti a fattori culturali nelle abitudini alimentari, *shelf life* dei prodotti, stringenti normative europee e internazionali sulla sicurezza dei prodotti, etc.

Fig. 6: Le imprese del campione: distribuzione per classe dimensionale (quote %)



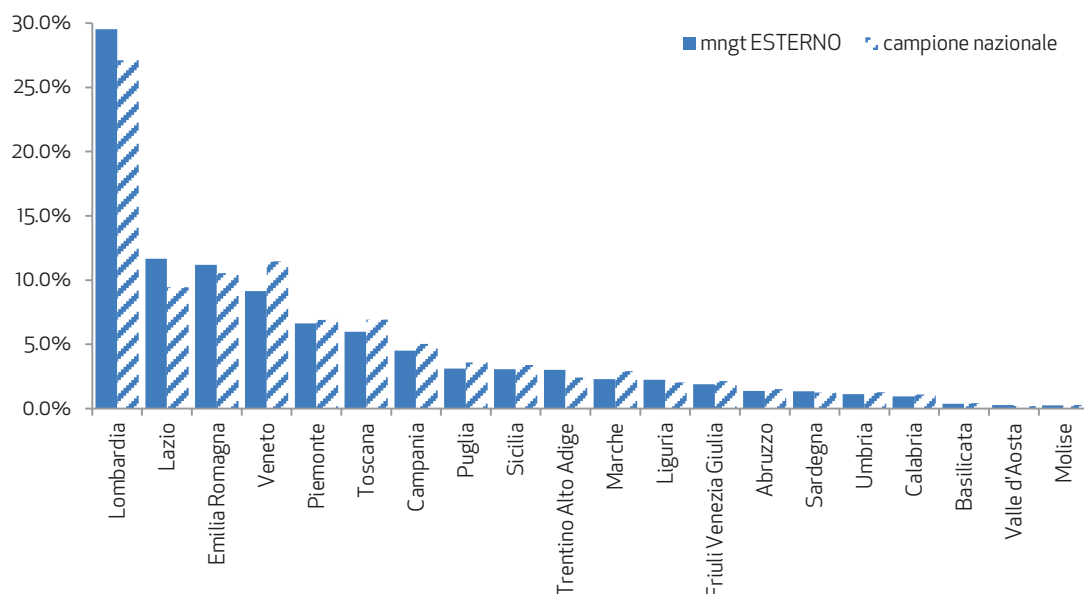
dia fino a 10 milioni di euro di fatturato (solo 1 impresa su 4), ma assume un peso relativo superiore alla media nelle classi di fatturato seguenti, con un'intensità via via crescente (fino ad arrivare a 9 imprese su 10 tra quelle che contabilizzano ricavi al di sopra dei 500 milioni di euro annui).

In sostanza, nelle imprese di maggiori dimensioni sembra esservi una netta separazione tra proprietà e management; nelle imprese più piccole, invece, la gestione è in gran parte affidata a proprietari-imprenditori.

Generalmente, quando l'azienda cresce dimensionalmente (affacciandosi a nuovi mercati, aprendo filiali commerciali o stabilimenti produttivi all'estero, facendo partnership con altre imprese, etc.) aumentano le competenze richieste per pianificare, organizzare e coordinare le risorse, controllare i risultati, richiedendo esperienze e know-how che in molti casi travalicano la "preparazione" del proprietario-imprenditore, spesso concentrata più su aspetti di natura tecnico-produttiva. Ciò tende quindi a supportare, pur se in molti casi con non poca riluttanza, l'inserimento in azienda di figure manageriali esterne. L'evidenza empirica mostra, tuttavia, che il controllo familiare della gestione riguarda ancora il 60% delle medie imprese italiane (fatturato compreso tra 10 e 50 milioni di euro) e il 40% di quelle con fatturato tra 50 e 250 milioni di euro.

Da un punto di vista geografico, la **distribuzione sul territorio nazionale delle imprese per tipologia di management** riflette in buona sostanza un mix di effetto settoriale ed effetto dimensionale: Lombardia, Lazio, Emilia Romagna sono tra le regioni in cui l'incidenza delle imprese a managerializzazione esterna è superiore alla media. La localizzazione in queste aree di grandi imprese di servizi, trasporti, energia (comparsi ai primi posti per incidenza relativa del management esterno) oltre che di molte imprese manifatturiere attive nei settori a maggiore intensità tecnologica e, in media, dimensionalmente più strutturate rispetto a quelle di altri territori, è alla base di queste evidenze.

Fig. 7: Le imprese del campione: distribuzione geografica (quote %)



Per contro, la governance esterna presenta un'incidenza relativa significativamente inferiore alla media in Veneto, regione caratterizzata da un tessuto produttivo, e in particolare industriale, più frammentato dove tra le principali specializzazioni compaiono settori quali mobili, sistema moda, lavorazione della carta.

Una guida "esterna" tende ad apportare cambiamenti nella struttura, nell'organizzazione aziendale, nelle strategie di approccio al mercato, di sourcing, etc. Questo che impatti ha sulle **caratteristiche delle imprese dal punto di vista economico-finanziario**?

All'analisi della relazione tra assetto di governance e (eventuale) premio sui risultati aziendali viene dato spazio nel paragrafo successivo, in cui si descrive in dettaglio l'approccio metodologico adottato per isolare tali effetti - misurati in termini di crescita, occupazione, produttività - da altre variabili e fattori esterni che interagiscono nello scenario competitivo.

In questa sede, si vuole dare più semplicemente conto di una "fotografia" dei due cluster di imprese oggetto di analisi - a management esterno e a management interno - con riferimento ad alcuni indicatori di bilancio calcolati per gli anni 2012-'13, ultimo biennio storico per cui le informazioni contabili sono al momento disponibili con un elevato grado di copertura sul campione. L'analisi utilizza la metodologia degli indici a catena¹⁰ per costruire in serie storica il bilancio aggregato di ciascun cluster, sul quale sono poi

¹⁰ Tale metodologia permette da un lato di ovviare al problema della diversa numerosità del campione di bilanci nell'arco temporale analizzato, dall'altro di sfruttare al massimo le informazioni disponibili.

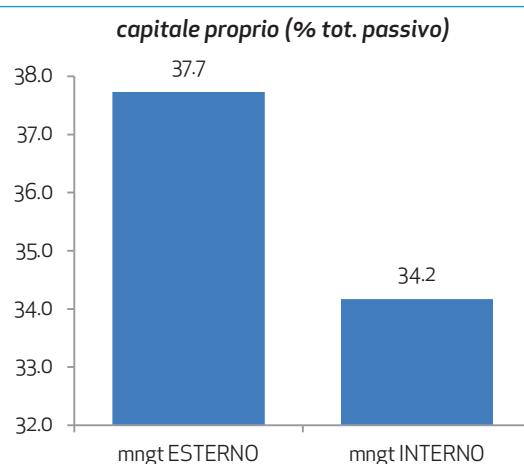
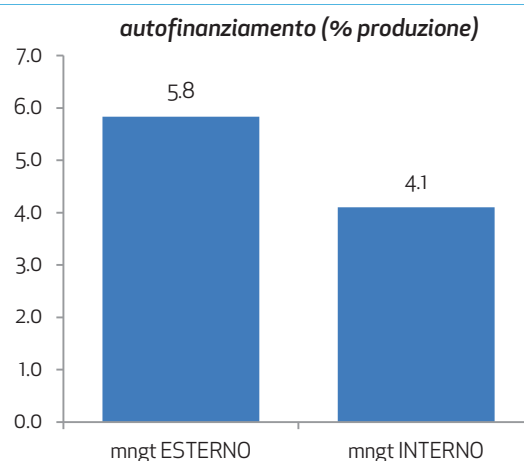
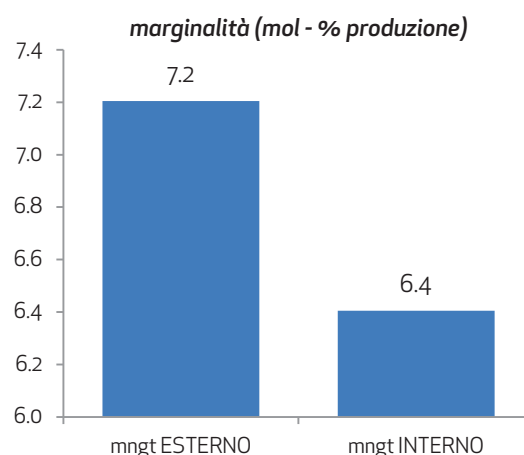
La procedura conta diverse fasi: 1) si calcolano i bilanci somma per tutte le coppie di anni contigui (aggregando i bilanci delle sole imprese presenti in entrambi gli anni), definendo così per ciascun anno la dinamica del valore della produzione e degli indici caratteristici; 2) si definisce un anno cardine (pivot base, solitamente uno degli ultimi anni a disposizione) su cui si calcola il livello di produzione, ricostruendone poi la serie storica con i tassi di variazioni definiti al punto precedente; 3) si considerano altri anni pivot (sufficientemente lontani tra loro) con riferimento ai quali si ricostruisce l'andamento degli indici caratteristici, che viene poi mediato con quello calcolato al punto 2 utilizzando pesi progressivamente crescenti verso l'anno pivot da cui è originata la serie storica; 4) utilizzando la serie storica della produzione (punto 2) e le serie storiche degli indici caratteristici (punto 3) si ricostruisce

calcolati alcuni tipici indicatori di performance. L'output riflette, in questo caso, l'effetto composizione settoriale, dimensionale, territoriale delle imprese che rientrano nei due diversi raggruppamenti e non solo la diversa forma di governance che caratterizza ciascuno di essi.

E' comunque possibile evidenziare alcuni risultati interessanti. Innanzitutto, in anni non certo facili per l'economia italiana come il 2012-'13, la **marginalità** delle imprese a management esterno si è mantenuta, in media, significativamente più elevata rispetto a quella delle aziende gestite da membri della famiglia proprietaria, con un differenziale stimato dell'ordine degli 8 decimi di punto (in % sul fatturato). La migliore capacità di produrre margini delle imprese a guida esterna trova ulteriore conferma estendendo lo sguardo a un periodo storico più lungo; in particolare, il divario rispetto alle imprese a guida interna si è ampliato notevolmente nel biennio 2008-'09, prima fase acuta della crisi, quando ha oscillato nell'ordine dei 3-4 punti percentuali.

Si tratta di risultati importanti, che possono essere spiegati - oltre che da un diverso mix settoriale e dimensionale delle imprese nei due cluster - alla luce di strutture organizzative più flessibili e pertanto più reattive che contraddistinguono in genere le imprese a management esterno in una fase, come quella che si è aperta dal 2008 a oggi, in cui più che mai è stato necessario un repentino cambio di rotta per superare, prima, il blocco scontato dalla domanda a livello globale, poi, un'esponentiale aumento della complessità del contesto competitivo. Una fase in cui essere presenti sui mercati esteri che ancora esprimono interessanti prospettive di crescita vale la sopravvivenza di molte imprese; in cui, più in generale, il grado di internazionalizzazione, l'articolazione delle strategie e la possibilità di contare su manager formati professionalmente in anni di esperienza in altre aziende (diverse per storia, cultura, settore di attività, etc.) - pertanto tendenzialmente più aperti a intraprendere strade nuove e, spesso, an-

Fig. 8: Le imprese del campione: alcuni indicatori economico-finanziari (media 2012-'13)



che meno avversi al rischio rispetto ai proprietari-imprenditori - possono aprire opportunità di business altrimenti difficilmente raggiungibili.

Le imprese a vocazione manageriale esterna mostrano anche migliori condizioni in termini di **autofinanziamento**: nella media del biennio 2012-'13 il cash flow (somma di utile netto e ammortamenti) in rapporto al fatturato si è attestato poco al di sotto del 6%, contro il 4% circa delle imprese a management interno. Anche in questo caso il gap di performance risulta strutturale, particolarmente marcato nel biennio 2008-'09.

Destinare gli utili (o buona parte di essi) conseguiti attraverso la gestione aziendale a parziale copertura dei fabbisogni finanziari richiesti dalla gestione stessa, anziché prelevarli e distribuirli, è sintomo di "fiducia" dei manager esterni nei confronti delle imprese che sono chiamati a dirigere. Un tale atteggiamento trova conferma guardando al grado di capitalizzazione.

Nonostante la riluttanza con cui la proprietà spesso percepisce l'ingresso in azienda di figure estranee alla famiglia per coprire i ruoli dirigenziali (tendendo a ritardarlo, quando non a evitarlo, per il timore di perdere il controllo dell'azienda o per la ritrosia ad adattarsi a nuovi modelli organizzativi), l'evidenza empirica disegna un quadro in cui il processo di inserimento di manager esterni appare "partecipativo" e non antagonista alla proprietà aziendale. Anzi, i manager esterni scommettono su quest'ultima, supportando la **capitalizzazione d'impresa**, innescando un circolo virtuoso che - come vedremo poi - ne rafforza le performance. Nella media del biennio 2012-'13, nel campione analizzato, il capitale proprio investito in azienda (in % del totale passivo) risulta superiore di ben 3.5 punti percentuali nelle imprese a guida esterna rispetto a quelle a gestione familiare. Ciò non significa che non si faccia ampio ricorso all'indebitamento per finanziare gli investimenti e l'attività corrente (il leverage risulta, infatti, leggermente più elevato), ma piuttosto che le fonti esterne sono considerate "on top" alle risorse interne¹¹.

Tra le differenze strutturali che caratterizzano i due cluster di imprese analizzati, si segnalano anche attività finanziarie notevolmente più elevate (circa 3 volte tanto) e un costo del debito leggermente inferiore per le imprese guidate da dirigenti estranei alla proprietà.

Altro elemento fortemente caratterizzante, a cui è però dedicata un'estesa argomentazione nel successivo capitolo 2, è la relazione tra management e acquisizioni da parte di investitori esteri: come vedremo, l'incidenza del management esterno sale nettamente, fino ad avvicinarsi alla totalità delle imprese, nel caso di aziende acquisite da multinazionali.

Il contributo dei manager alla performance delle imprese

Come anticipato la letteratura economica, pur in presenza di visioni spesso contrastanti, trova caratteristiche e attitudini piuttosto contrapposte fra imprese fortemente managerializzate e realtà dove direzione e proprietà tendono a identificarsi. Sembra prevelare la tesi secondo cui le imprese con management affidato all'interno della famiglia evidenziano una maggiore stabilità della cultura organizzativa e una tendenziale adozione di strategie difensive che enfatizzano continuità, conservazione ed efficienza; per contro, le imprese con management esterno alla proprietà appaiono più propense all'innovazione e

¹¹ Va, tuttavia, osservato che l'incremento di patrimonializzazione mediamente registrato rispetto al pre crisi è nettamente superiore nelle imprese a management interno rispetto a quelle a management esterno.

all'esplorazione di nuove strategie competitive. Il management familiare, oltre che una resistenza al cambiamento, mostra generalmente anche una maggiore avversione al rischio, atteggiamenti che potrebbero precludere interessanti opportunità di business.

Cedere alla tentazione di una riproposizione di quanto già messo in atto in passato è (fisiologicamente) molto più probabile per un manager-proprietario che per un dirigente esterno. La proprietà cade, a volte, nella trappola di fare delle esperienze passate delle best practice per le strategie aziendali future. Se ciò fino a qualche tempo fa poteva costituire una strategia vincente, nell'ambiente competitivo attuale in profondo e sempre più rapido cambiamento (negli attori, negli equilibri, nelle tendenze, etc.) il know how maturato - pur certamente da valorizzare e mettere a frutto - va riadattato alle nuove linee di sviluppo dei mercati, senza riapplicare tal quali le strategie del passato.

La tesi di fondo è quindi che il grado di simbiosi tra proprietà e governance influenzi il modo in cui l'impresa definisce e persegue i suoi obiettivi. Le implicazioni di questa relazione sono in buona parte intangibili, ma possono essere almeno parzialmente quantificate attraverso un'analisi dei risultati economici mediamente osservati per le diverse forme gestionali.

Questo lavoro, valorizzando l'ampia disponibilità di dati sia quantitativi (bilanci) sia qualitativi (tratti caratteristici del management) raccolti nel database associato al campione di studio, si pone l'obiettivo di "tradurre in numeri" - attraverso un'analisi econometrica - il **premio alla managerializzazione d'impresa**, con riferimento ad alcuni indicatori che tipicamente vengono utilizzati per sintetizzare la performance economica della gestione: **crescita del fatturato, andamento dell'occupazione e produttività**.

Il campione di riferimento è quindi costituito dalle 200 mila imprese rappresentative del tessuto economico italiano (le cui caratteristiche sono descritte in dettaglio nelle pagine precedenti), classificate per tipologia di governance e descritte nei paragrafi precedenti; il periodo storico considerato abbraccia gli anni dal 2000 al 2013. Ai fini di una maggiore solidità dell'analisi econometrica, dal campione di partenza sono state selezionate le imprese con almeno 7 anni di bilancio disponibili sul periodo di stima (ciò pertanto ne riduce la numerosità, che rimane comunque molto elevata, senza peraltro alterare i rapporti di rappresentatività del campione).

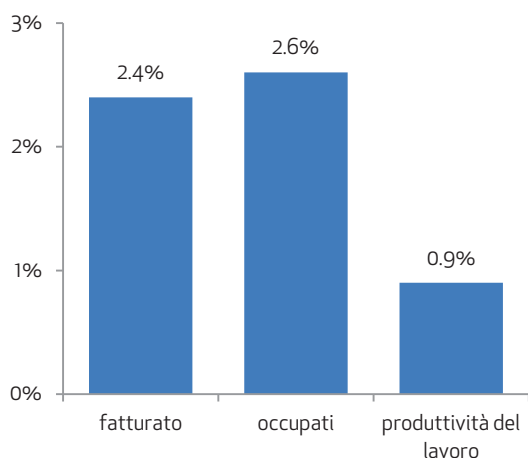
Con riferimento al panel così individuato, il modello econometrico stima il differenziale di performance tra imprese a managerializzazione esterna e imprese guidate da manager interni alla famiglia proprietaria, per ciascuno degli indicatori presi a riferimento (fatturato, occupazione, produttività¹², i cui tassi di crescita annuali sul periodo 2000-'13 rappresentano le variabili endogene). Sono stati valutati gli impatti "diretti" del management separatamente su ciascuno di essi, senza considerare le interconnessioni che nella realtà li legano e che fungono da canale di trasmissione degli effetti tra l'uno e l'altro.

La principale variabile esogena del modello, stimato utilizzando la metodologia del panel a effetti fissi, è la **dummy managerializzazione** che assume valore "0" nel caso di impresa a management interno e "1" nel caso di impresa a management esterno¹³; il parametro a essa associato attraverso la stima econometrica costituisce la quantificazione del "premio alla managerializzazione" per l'indicatore di performance considerato.

¹² L'indicatore di produttività è inteso in termini di produttività del lavoro, calcolata come rapporto tra fatturato e numero di addetti.

¹³ L'analisi considera la forma di governance di cui attualmente si avvale l'azienda, al netto degli eventuali mutamenti che possono essere intervenuti in precedenza.

Fig. 9: Premio managerizzazione: totale economia
(delta % m. annuo, stime su periodo 2000-2013)



Affinché tale parametro sia in grado di isolare realmente l'effetto management, al netto di altri fattori che condizionano lo scenario competitivo e che possono pertanto influenzare i risultati aziendali, il modello include tra le esogene alcune **variabili di controllo** di natura economico-finanziaria, oltre a dummy settoriali (il settore di attività tipicamente condiziona la performance) e temporali. Tra le variabili di controllo risultate significative troviamo la dimensione (misurata in termini di occupazione o fatturato, a seconda dell'indicatore di volta in volta considerato come esogeno), l'incidenza delle immobilizzazioni materiali (riflesso delle politiche di investimento) e di quelle immateriali (asset quali marchi, brevetti, software, etc. che possono rappresentare importanti vantaggi competitivi), gli utili per addetto (proxy della redditività media aziendale). Altre variabili sono state testate, ma non sono risultate rilevanti.

L'output dell'analisi econometrica è estremamente interessante. A livello di intera economia, si evidenzia un considerevole gap positivo di performance nella gestione d'impresa tra managerizzazione esterna e managerizzazione interna con riferimento ai tre indicatori testati¹⁴. La figura 6 riporta in sintesi i differenziali nei tassi di crescita medi annui (in %) di fatturato, occupati e produttività del lavoro stimati sul periodo 2000-13 per le imprese a guida esterna. In dettaglio, si rileva che:

- ▶ la dinamica annua del fatturato delle imprese a management esterno è risultata superiore del 2.4%
- ▶ rispetto alle imprese guidate da membri interni alla famiglia proprietaria, gli occupati nelle imprese a guida esterna hanno registrato 2.6 punti percentuali di crescita in più all'anno
- ▶ l'andamento della produttività del lavoro nelle imprese a management esterno ha mostrato un differenziale positivo dello 0.9%.

Va osservato che tali differenziali non sono da intendersi nel senso di un'evoluzione necessariamente positiva degli indicatori a cui si riferiscono; essi vanno piuttosto considerati in termini relativi, rispetto alle oscillazioni cicliche sperimentate da questi ultimi nel periodo storico analizzato (peraltro caratterizzato dalla fase di forte crisi post 2008).

Al netto di queste considerazioni, i risultati di stima supportano la tesi di uno strutturale impatto benefico della "professionalizzazione" del management sulla gestione aziendale, che si esplica principalmente in termini di crescita dimensionale (fatturato e occupazione). Se gli effetti sulla crescita possono essere interpretati alla luce di strategie più articolate e sfidanti e di una visione di governance più "globale", quelli sulla produttività possono scaturire, tra le altre cose, dall'introduzione di strumenti di project management e controllo dei costi che vanno a beneficio dell'efficienza dei processi aziendali.

¹⁴ Si sottolinea, inoltre, che le stime si mostrano estremamente solide evidenziando una significatività molto elevata (p-value < 0.01) per tutti i parametri.

In uno step successivo, l'analisi si è concentrata su un insieme di **settori industriali indicati da Federmanager come "strategici"**: si tratta in particolare di comparti della filiera elettromeccanica e di quella chimico-farmaceutica (l'elenco completo è riportato in figura 7) che, come descritto nella sezione dedicata al campione, risultano – all'interno del manifatturiero – tra quelli con un'incidenza relativa del management esterno superiore alla media.

Il modello econometrico precedentemente descritto è stato pertanto ristimato con riferimento alle imprese attive in questo sottoinsieme di settori, sempre sul periodo storico 2000-'13. I risultati sono ancora più eclatanti di quelli ottenuti per il totale economia.

Il premio alla managerializzazione appare ancora più elevato nei settori "strategici" in termini di fatturato e, soprattutto, di produttività del lavoro, mentre il differenziale si riduce leggermente se si guarda all'occupazione. Più in dettaglio, in questi settori:

- ▶ la dinamica annua del fatturato delle imprese a management esterno risulta superiore del 2.7% rispetto a quelle a guida interna alla proprietà
- ▶ gli occupati nelle imprese a guida esterna hanno registrato un gap di crescita di 1.8 punti percentuali rispetto a quelli delle imprese a management interno
- ▶ l'andamento della produttività del lavoro nelle imprese a management esterno ha mostrato un differenziale positivo dello 2.3% (pari a 2.5 volte quello stimato a livello di totale economia).

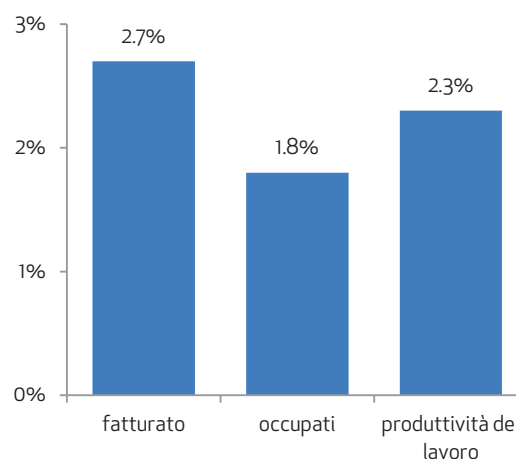
Ad amplificare il premio rispetto al campione complessivo contribuiscono per certo le caratteristiche del contesto competitivo in cui operano le imprese di questi specifici settori. Esse si trovano a gestire una complessità strategica e di indirizzo maggiore rispetto alla media dell'industria, in relazione alla proiezione estera (di approvvigionamenti, produzioni mercati, etc.), al contenuto tecnologico dei prodotti, alla complessità dei processi, alla molteplicità e mutevolezza dei competitor con si confrontano a livello globale, etc.

In questi casi, l'integrazione del portafoglio di competenze degli imprenditori-proprietari con l'esperienza manageriale di figure esterne fa davvero la differenza sull'orientamento strategico della gestione aziendale, oltre che su efficacia ed efficienza nella gestione delle risorse, e quindi sul successo - in termini di performance economiche – dell'impresa.

Fig. 10: Settori industriali "strategici"

- Automotive
- Meccanica
- Prodotti in metallo
- Gomma-plastica
- Elettrotecnica
- Elettronica
- Chimica
- Farmaceutica

Fig. 11: Premio managerializzazione: settori "strategici" (delta % medio annuo, stime su periodo 2000-2013)



Capitolo 2

Gli investimenti diretti esteri sulla performance delle imprese italiane e il ruolo del manager

29

La teoria economica ha delineato in modo chiaro i meccanismi attraverso i quali il take-over da parte di una multinazionale genera un miglioramento di performance per l'impresa acquisita (effetto del cambiamento del management, effetto potere di mercato, effetto competitività e sinergia). Diversi studi empirici hanno confermato l'impatto positivo delle acquisizioni estere. L'utilizzo di una tecnica che combina propensity score matching e stime difference-in-difference consente di giungere a due principali conclusioni: 1. gli investitori esteri sono attratti in modo particolare da imprese che si contraddistinguono per elevata intensità di immobilizzazioni immateriali e per solidità finanziaria; 2. il cambio di proprietà nelle imprese con management esterno ha dato luogo, tra il 2000 e il 2013 a un differenziale di performance, in media d'anno, pari al +3.4% per il fatturato, al +1.6% per l'occupazione e al +3.4% per la produttività del lavoro.

Le indicazioni della letteratura economica

Con la globalizzazione dei mercati numerose frontiere sono andate dissolvendosi, aspetti immateriali hanno sostituito aspetti materiali, il tempo è divenuto un elemento critico e la mobilità di persone, beni, conoscenze ha stabilito nuovi tipi di relazioni nello spazio economico in cui si muovono le imprese. Un ambiente competitivo allargato, in continuo mutamento, che ha rappresentato (e continua a rappresentare) una nuova sfida per il management aziendale, chiamato a governare gli aspetti sempre più complessi della comunicazione, della ricerca e sviluppo per i nuovi prodotti, del marketing, dei processi di controllo e della finanza. La gestione della conoscenza, in modo particolare, è divenuta una leva strategica cruciale, a maggior ragione nelle imprese multinazionali: i sistemi informativi sono divenuti un elemento critico per lo sviluppo, favorendo la creazione di articolati network relazionali che, legati tra loro anche dalla medesima "cultura" aziendale e dal proprio brand di riferimento, contribuiscono a determinare il posizionamento competitivo nell'arena internazionale.

In un mercato senza sostanziali confini geografici e amministrativi, le imprese multinazionali, grazie anche a scelte ottimali in ambito di selezione di qualità manageriali¹, si muovono integrando asset specifici all'interno del proprio network su scala globale, con particolare attenzione a quelli intangibili, che assumono un ruolo significativamente rilevante in mercati, come quelli attuali, persistentemente caratterizzati da eccesso di offerta. Le operazioni di acquisizione rientrano tra le opzioni strategiche più relevan-

¹ Riprendiamo, in tal senso, il concetto di "Management as a technology" precedentemente analizzato.

ti attraverso le quali le multinazionali operano in tale direzione. Operazioni che incidono profondamente sulla struttura organizzativa e finanziaria delle imprese, con ovvie ricadute in termini reali. Proprio il tema dell'impatto economico delle operazioni di "Mergers and Acquisitions" (M&A) ha raccolto una forte attenzione da parte della ricerca economica negli ultimi 15 anni, stimolata dalla sempre maggiore rilevanza di tali flussi finanziari (e dalla loro crescente incidenza sui flussi complessivi di investimenti diretti esteri mondiali). Tuttavia, un'ampia parte di tali studi ha avuto come focus principale gli effetti sull'economia di origine di tali flussi (e in particolar modo sul mercato del lavoro). Un numero relativamente inferiore di analisi approfondisce invece gli effetti delle acquisizioni sull'economia del paese di destinazione, un tema piuttosto importante se si considera la significativa incidenza delle imprese a diretto controllo estero nelle principali economie avanzate. In quanto segue delinearemo sinteticamente i principali risultati individuati dalla letteratura sia in ambito teorico che empirico.

Seguendo lo schema interpretativo individuato da Bellak et al. (2006), possiamo in particolare individuare tre differenti meccanismi attraverso i quali l'acquisizione di un'impresa da parte di una multinazionale estera può influenzarne i risultati economici:

- ▶ **Effetti attribuibili al cambio di management.** La nuova gestione può infatti favorire guadagni di produttività attraverso:
 - un matching ottimale con le proprie risorse manageriali garantito dall'attenta esplorazione dei mercati internazionali e delle opportunità alternative
 - l'effetto disciplina; il take-over estero spesso implica un'intensificazione degli sforzi produttivi da parte dei lavoratori nel timore di eventuali licenziamenti
 - condizioni economiche più favorevoli nel paese di origine dei flussi finanziari destinati all'acquisizione (es. sistemi fiscali, diritto societario o principi contabili più vantaggiosi nel paese dell'investitore).

Tali effetti si manifestano generalmente con un'intensità che non dipende dal livello della produttività aziendale pre-acquisizione. L'opportunità di procedere all'operazione dipende infatti dalla convenienza in termini di valore di mercato determinata dalla multinazionale e ciò può avvenire sia in casi di imprese mal guidate che di altre altamente competitive. Il cambio di management favorirà poi il rafforzamento della competitività dell'azienda, incrementandone il valore di mercato.

- ▶ **Effetto sul potere di mercato.** Soprattutto nel caso di grandi multinazionali, le operazioni di M&A possono incidere in modo profondo sulla struttura competitiva del mercato interno (dell'impresa oggetto di acquisizione). L'assorbimento all'interno di una struttura multinazionale potrebbe infatti favorire un potere di mercato superiore rispetto al periodo pre-acquisizione, comportando guadagni in termini di competitività e sostenendo prezzi e fatturato.
- ▶ **Effetto competitività e sinergia.** I vantaggi competitivi di cui godono le imprese multinazionali, legati al capitale di conoscenza specifico dell'impresa ("knowledge capital"), alle tecnologie avanzate e ad asset immateriali di valore internazionale (si pensi, ad esempio, al brand), consentono di ottenere livelli di produttività mediamente più elevati rispetto a quelli delle imprese nazionali. Le acquisizioni dall'estero generano ad ogni modo spillover positivi sull'economia domestica, risultato dei legami tra impresa multinazionale e imprese locali (clienti e fornitori, vertical spillovers), ma anche di trasferimento di conoscenze verso le altre imprese (horizontal spillovers) sia attra-

Fig. 1: La letteratura economica



verso i movimenti dei lavoratori qualificati che attraverso processi di imitazione/apprendimento. Nei casi di acquisizione di multinazionali da parte di un'altra multinazionale, si possono inoltre instaurare virtuosi meccanismi sinergici che trasmettono un ulteriore impulso alla produttività aziendale.

Anche sul fronte dei contributi empirici non manca l'evidenza di un legame positivo tra operazioni di acquisizione dall'estero e performance delle imprese domestiche². Tra i lavori più interessanti, compiuti sulla base di microdati, vi è sicuramente il lavoro di Conyon et al. (2002) che, utilizzando dati di imprese del Regno Unito per il periodo 1987-1996, individuano per le imprese acquisite da gruppi esteri una produttività del lavoro superiore addirittura del 13% rispetto a quella delle altre imprese nazionali, così come salari superiori del 3.4%. McGuckin e Nguyen (2000) analizzano gli effetti sul mercato del lavoro negli Stati Uniti con dati di imprese del manifatturiero: il cambio di proprietà non induce tagli del numero degli addetti e dei salari. Dal lavoro di Bellak et al. (2006) emergono invece effetti positivi sulla produttività del lavoro: l'impatto appare più incisivo per quelle imprese che nel periodo pre-acquisizione risultavano meno performanti. Per quanto riguarda l'economia italiana, segnaliamo infine l'analisi di Piscitello e Rabbiosi (2005) relativa al periodo 1994-1997: attraverso l'analisi di paired t-test, un test statistico utilizzato per confrontare due campioni e misurarne il grado di differenza, gli autori determinano come nel medio termine le acquisizioni estere consentano significativi guadagni di produttività.

² Una rassegna delle analisi empiriche è contenuta anche in Barba-Navaretti e Venables (2004).

Box 2 – La voce delle imprese: i segnali raccolti da un'indagine presso i manager

L'internazionalizzazione rappresenta un vero e proprio cambio di pelle per l'impresa. Alcuni degli elementi quantitativi emergono dalle analisi econometriche presentate all'interno del rapporto. Altri aspetti, probabilmente più qualitativi, sfuggono da una precisa misurazione, ma sono di assoluta rilevanza per cogliere l'entità del cambiamento apportato: l'impatto sulle singole funzioni aziendali, sull'organizzazione, sul ruolo del manager, sulla catena di fornitura collegata all'impresa. La ricerca desk è stata quindi integrata da una serie di interviste sul campo e lo studio di casi aziendali volti ad approfondire il tema del cambiamento dal punto di vista dei manager delle imprese coinvolte.

Un tema piuttosto ricorrente è quello dell'appartenenza al nuovo gruppo. Rispetto a un modello probabilmente troppo semplificato, ma non certo poco diffuso nell'opinione pubblica in merito ai processi di acquisizione, il passaggio multinazionale non è uno scontro fra vincitori e vinti. Al contrario anche a distanza di pochi anni dall'acquisizione la sensazione è quella di un gruppo che ha saputo trovare la sua identità nonostante radici diverse. L'internazionalizzazione non è un tema di noi verso loro (chi compra e chi acquista), ma al contrario è descritta come l'inizio di una nuova avventura comune.

Un altro aspetto spesso mal percepito è quello delle motivazioni che portano all'ingresso di nuovi partner nel capitale. Se non mancano acquisizioni accelerati da fatti contingenti, non è l'occasione a muovere gli investitori. Al contrario esistono vere e proprie pianificazioni, dossier finalizzati a valutare la sinergia del nuovo gruppo, i punti di forza e di debolezza delle imprese da acquisire. Si tratta in altri termini di una due diligence e di investimenti fatti per valorizzare il patrimonio industriale acquisito, sia che il socio sia un fondo di private equity o un partner industriale. E' quindi fuori luogo immaginare un impoverimento degli asset aziendali attraverso l'acquisizione, che è invece il punto di partenza per valorizzare le sinergie.

In seguito a processi di internazionalizzazione la funzione aziendale che ha vissuto le maggiori trasformazioni sembra essere quella della distribuzione. Una gamma prodotti più estesa e adatta a rispondere a bisogni complessi, una forza vendita più complementare e radicata su nuovi merca-

ti rappresentano il maggior guadagno d'efficacia per l'impresa passata sotto il controllo estero. Un altro aspetto centrale è quello del reperimento di risorse, un'accezione volutamente generica perché copre diversi tipi di sinergie, dal procurement, alla finanza d'impresa, dalla catena di fornitura, a quella delle risorse umane.

All'interno di un nuovo gruppo multinazionale aumenta in primo luogo la forza contrattuale dal punto di vista degli approvvigionamenti che beneficiano di un effetto scala sugli acquisti e consentono di compensare intra gruppo eventuali eccedenze e necessità. Il tema degli approvvigionamenti si riflette talvolta anche in una modifica della struttura dei fornitori, per cui il fattore prossimità geografica risulta sempre meno rilevante. E' un processo che dà luogo anche all'abbandono di vecchie catene di fornitura, ma che è in fondo più razionale in una logica di competitività finale della filiera. Per i fornitori in particolare l'ingresso in una nuova catena del valore internazionale rappresenta anche un'opportunità, perché li sottopone a risk assessment secondo i migliori standard internazionali e a occasioni di vendita all'interno di altri elementi del gruppo. Si modifica poi radicalmente la funzione finanziaria, da un lato perché apre alle imprese un mercato dei capitali più fluido e conveniente rispetto agli standard domestici, dall'altro perché favorisce, dentro le imprese italiane acquisite, una cultura finanziaria generalmente poco diffusa.

E' tuttavia proprio nel management e nell'organizzazione che si nota il più evidente cambio di passo, non necessariamente attraverso un turn around della squadra, ma più che altro attraverso l'utilizzo di nuovi strumenti e pratiche. Non mancano come naturale casi di forte discontinuità attraverso l'ingresso di un management più giovane, specializzato e internazionale. Tuttavia l'enfasi del cambiamento è soprattutto legato all'adozione di nuove strutture organizzative, tendenzialmente meno gerarchiche e a maggior responsabilizzazione per i manager, oltre che l'adozione di pratiche (job rotation su scala internazionale, formazione permanente) e strumenti (dai sistemi gestionali alla lingua inglese) che portano a una sorta di maturazione e upgrading della classe dirigente e quindi, in ultima analisi, a un miglioramento del patrimonio di competenze a disposizione del paese.

Il modello empirico sulle imprese italiane: propensity score matching e stime difference-in-difference per valutare gli effetti delle acquisizioni dall'estero

Tenendo conto di quanto fin qui esplorato dalla letteratura economica sul legame tra operazioni di acquisizione dall'estero e performance economica dell'impresa acquisita, abbiamo dunque implementato una analisi econometrica volta a valutare l'intensità di tali effetti nel caso di imprese italiane con elevato grado di managerializzazione, incrociando quindi le informazioni sul management utilizzate nel capitolo precedente con l'archivio delle imprese Prometeia per identificare la natura domestica o estera del controllo e le informazioni di bilancio. Lo studio si caratterizza per un approccio metodologico che va oltre l'esclusiva osservazione delle dinamiche delle variabili di interesse delle imprese italiane oggetto di take over estero e che, invece, consente, attraverso la costruzione di un appropriato controfattuale, di valutare la magnitudine di questi effetti in relazione a ciò che sarebbe successo se queste imprese non fossero state acquisite.

L'elemento sfidante dal punto di vista dell'impostazione dell'analisi empirica è dunque rappresentato dall'identificazione di un benchmark ipotetico di controllo, ovvero dalla possibilità di osservare come sarebbe stata la performance delle imprese in esame se non fosse mai avvenuta l'acquisizione. Per raggiungere questo obiettivo occorre superare due potenziali criticità. Concentrando l'attenzione esclusivamente sulle imprese entrate nel controllo di gruppi esteri, infatti, diverrebbe complicato comprendere se le variazioni nelle dinamiche di performance sono attribuibili esclusivamente a shock esterni comuni a tutte le imprese, indipendentemente dalla nazione di origine della proprietà. Inoltre, nel confrontare le variabili di interesse tra i due campioni di imprese non si conosce se le differenze sono dovute a caratteristiche osservabili o non osservabili dei due gruppi di imprese (es. dimensione, capitale umano,..) piuttosto che al loro essere multinazionali o nazionali.

Per far fronte a queste ed altre problematiche, abbiamo dunque optato per una metodologia consolidata nella letteratura empirica³, il metodo del *matching*, uno strumento che consente di costruire un appropriato controfattuale associando a ciascuna impresa a controllo estero un'impresa nazionale che, per caratteristiche, avrebbe potuto anch'essa essere oggetto di take-over. Tra i diversi tipi di matching disponibili, abbiamo scelto di utilizzare il metodo del *nearest neighbour matching* basato sul *propensity score*. L'applicazione di questo metodo passa attraverso la stima di un modello logit della probabilità (*propensity score*) per ciascuna impresa italiana nel database di essere oggetto di acquisizione da parte di un gruppo estero, subordinata a una serie di caratteristiche osservabili dell'impresa (variabili strutturali, variabili economiche e variabili di redditività). Una volta ottenuto il *propensity score*, l'algoritmo adottato permette di associare a ciascuna impresa effettivamente oggetto di take-over il suo *nearest neighbour*, cioè l'impresa rimasta di proprietà italiana con la minore differenza nel *propensity score*. Con tale procedura è possibile dunque ottenere un campione di imprese nazionali con caratteristiche analoghe a quelle oggetto di investimento estero, con una probabilità *ex ante* molto simile di essere acquisite.

Avendo a disposizione i dati derivanti da questa procedura di *matching* è quindi possibile procedere alla valutazione degli effetti delle acquisizioni estere utilizzando lo stimatore *difference-in-difference*. Que-

³ In Wooldridge (2002) è presente una dettagliata descrizione dei metodi empirici di valutazione.

sto strumento, ampiamente utilizzato nelle analisi di valutazione degli effetti di politiche economiche, trattamenti o eventi, consente infatti di stimare la differenza di performance tra i due campioni di imprese (multinazionali con management esterno e controfattuale, tenendo conto anche delle dinamiche pre e post-acquisizione). Proprio per queste caratteristiche lo stimatore difference-in-difference è stato preferito allo standard matching estimator, che consente solamente la comparazione tra i due campioni di imprese.

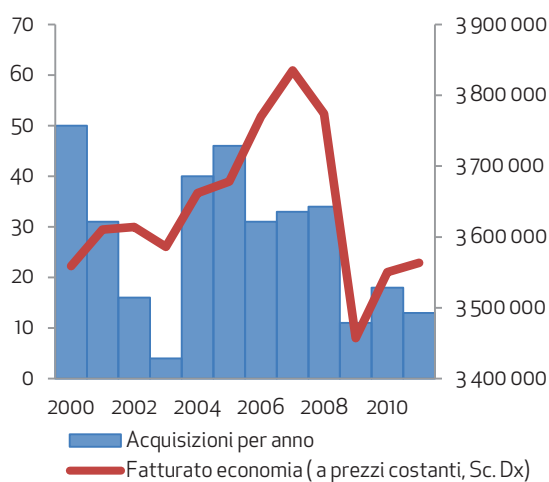
La banca dati utilizzata e le principali caratteristiche delle imprese acquisite dall'estero

Il metodo di analisi appena descritto è stato applicato su un database che combina informazioni derivanti da diverse fonti di dati. Per quanto riguarda le acquisizioni dall'estero di imprese con management esterno abbiamo integrato le informazioni derivanti dall'algorithm (descritto nel primo capitolo) che consente la distinzione tra imprese con management esterno e imprese con management interno, con le informazioni di Orbis- Bureau van Dijk che permettono di determinare il campione di imprese multinazionali in Italia.

Questo primo dataset è stato poi combinato con il database dei bilanci di Prometeia, una banca dati contenente i bilanci non consolidati per oltre 900 mila società di capitale con fatturato superiore ai 1.5 milioni di euro, dal 1990 all'ultimo anno disponibile, il 2013 al momento della redazione del presente studio.

Il dataset risultante dalla combinazione di queste differenti fonti di dati è stato successivamente ulteriormente elaborato per garantire una solida implementazione delle tecniche econometriche. Il periodo di analisi è stato ristretto all'intervallo 2000-2013 e sono state considerate le imprese con almeno 8 bilanci disponibili. Infine, sono state incluse nel campione finale solamente le imprese appartenenti ai settori dell'industria definiti come "strategici" nel capitolo precedente. I dati definitivi a disposizione per le stime includono informazioni relative a 428 imprese italiane con management esterno acquisite da gruppi esteri nel periodo

Fig. 2: La dinamica delle acquisizioni estere in Italia e del fatturato dell'economia (2000-2011)



in esame, e per le quali è stato possibile osservare le variabili di performance pre e post-acquisizione⁴. La disponibilità di un dataset molto ampio di imprese (quasi 20 mila) con caratteristiche simili, ma che non sono state oggetto di acquisizione estera 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 per mezzo di un'estrazione casuale un campione più piccolo pari al 20% delle imprese del campione originario.

⁴ 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.

Prima di passare all'analisi econometrica, può essere interessante analizzare le principali caratteristiche delle imprese con management esterno oggetto di take-over tra il 2000 e il 2011⁵. In particolare, emerge:

- ▶ dal confronto tra numero di acquisizioni per anno e andamento del fatturato dell'intera economia si nota un'evoluzione marcatamente pro-ciclica delle acquisizioni stesse: la crisi economica, in tal senso, ha comportato una drastica riduzione dei take over;
- ▶ per i settori in esame, l'attenzione degli investitori esteri appare rivolta in modo significativo verso imprese di medio-piccola dimensione (in termini di fatturato); lo svantaggio competitivo derivante dalle caratteristiche dimensionali non scoraggia gli investitori esteri che, anzi, intuiscono le potenzialità derivanti dall'integrazione all'interno di una struttura multinazionale, che può permettere lo sviluppo di interazioni virtuose a vantaggio della produttività aziendale;
- ▶ oltre il 40% delle acquisizioni nel campione riguardano la meccanica; nella chimica e nel comparto gomma-plastica si concentrano il 20% circa delle acquisizioni nel campione; dai dati emerge la significativa presenza estera nei settori a maggiore intensità tecnologica e caratterizzati da economie da scala; risalta, inoltre, l'elevato interesse per la competitività italiana nei settori dei beni strumentali;

Fig. 3: Acquisizioni estere: distribuzione per classe dimensionale (numero di addetti, 2000-2011)

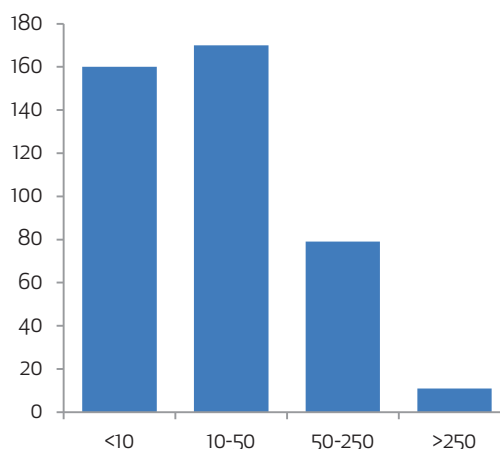
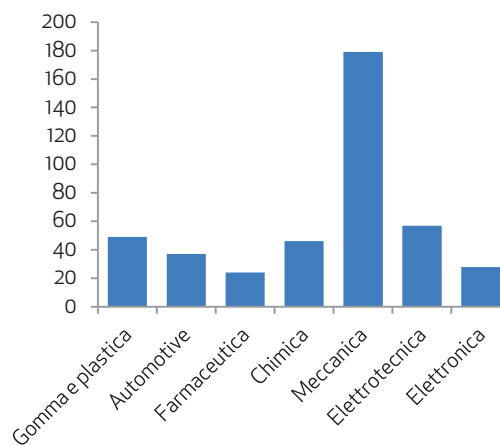


Fig. 4: Acquisizioni estere: distribuzione settoriale (numero operazioni 2000-2011)



Il modello econometrico per l'individuazione del controfattuale e nearest neighbour matching

Analizzate le caratteristiche principali del panel di imprese utilizzato per le analisi, possiamo ora a descrivere la prima fase del nostro studio econometrico per la valutazione dell'effetto delle acquisizioni da prate di gruppi esteri di imprese italiane con management esterno: la costruzione di un appropriato controfattuale.

Quest'ultimo è ricavato a partire dal panel di imprese, sia multinazionali con management esterno che nazionali (indipendentemente dalla forma di management), attraverso la tecnica sopra descrit-

⁵ Per le acquisizioni estere teniamo come limite temporale il 2011 al fine di disporre di almeno di due anni di bilancio per poter osservare le performance post-acquisizione delle ultime imprese oggetto di take-over.

ta del propensity score matching. Abbiamo dunque stimato un modello logit per derivare la probabilità di un passaggio di proprietà in mano di gruppi esteri in funzione di alcune caratteristiche specifiche dell'impresa. La specificazione del modello include, oltre a variabili dummy annuali e settoriali (utilizzate per migliorare la capacità esplicativa del modello), variabili quali la dimensione (misurata in termini di numero di occupati), 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 un indicatore di redditività quale il rapporto utili per occupato. Nella figura che segue riportiamo i risultati della stima.

Fig. 5: Stima logit probabilità acquisizione estera
(periodo 2000-2013)

Variabile	Coeffic.	t-statistic	prob
Occupati	0.0071	1.90	0.569
Debiti/Totale Attivo	-0.3025	-10.94	0.000
Immobil. Immateriali/Tot. Attivo	1.7869	2.54	0.001
Utili per occupato	-0.0654	-1.76	0.079
Cash flow/Oneri finanziari	0.0001	4.97	0.001
Dummy settoriali			
Dummy annuali			
R-squared	0.1077		

I risultati della stima del modello logit⁶, oltre che a essere indispensabili per il processo di matching, consentono di avere qualche informazione sulle caratteristiche principali delle imprese italiane che, nel periodo 2000-2011, hanno maggiormente attratto gli investitori esteri al fine dell'acquisizione totale o del controllo. Nello specifico i parametri stimati suggeriscono che:

- ▶ il vantaggio competitivo assicurato dalle immobilizzazioni immateriali (marchi, brevetti, software, database e altri asset con la medesima caratteristica di intangibilità) assume un ruolo centrale nello scenario competitivo globale; gli investitori esteri sono attirati in Italia non tanto dalla ricerca di vantaggi di costo, quanto dalla ricerca di simili asset strategici;
- ▶ la solidità finanziaria rappresenta un fattore comunque importante nel fronteggiare le mutevoli condizioni dei mercati interni ed esteri: la probabilità di acquisizione di un'impresa italiana da parte di un investitore estero è negativamente condizionata dall'incidenza dei debiti complessivi e positivamente, ma in misura inferiore, dalla capacità di far fronte agli impegni finanziari tramite i propri flussi di cassa;
- ▶ il parametro relativo alla variabile di redditività segnala 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 incorporandole all'interno di una struttura multinazionale; si deve ad ogni modo considerare come il parametro stimato potrebbe anche rispecchiare la minore disponibilità a cedere il controllo da parte di imprese nazionali con redditività soddisfacente;
- ▶ il coefficiente della variabile dimensionale, per quanto positivo, non risulta statisticamente significativo. Ciò conferma quanto già emerso dall'analisi descrittiva dei dati delle imprese con mana-

⁶ 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).

gement esterno acquisite dall'estero: la dimensione aziendale non assume un ruolo rilevante nella scelta degli investitori esteri sull'acquistare o meno un'impresa italiana.

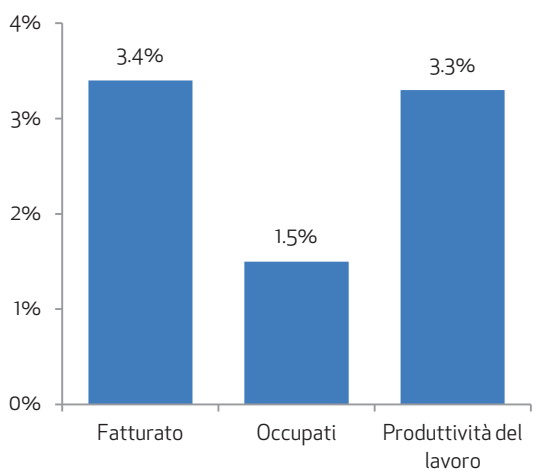
Ottenuti i propensity score dalla stima della logit, è stato possibile applicare l'algoritmo di nearest neighbour matching sul dataset disponibile. Tale algoritmo consente un'associazione uno a uno tra i due campioni di imprese (imprese italiane con management esterno divenute multinazionali a seguito di acquisizione estera e imprese rimaste nazionali lungo tutto l'orizzonte temporale) sulla base del propensity score più vicino, generando il controfattuale. I dati ottenuti dal merge del db di imprese del controfattuale e del campione originario di imprese acquisite ci permette di utilizzare lo stimatore difference-in-difference ed ottenere quindi una valutazione degli effetti del take-over sulla performance delle imprese con management esterno.

Il modello econometrico per valutare l'impatto delle acquisizioni sulla performance delle imprese

Completato il processo di costruzione del campione controfattuale, possiamo finalmente procedere alla valutazione dell'impatto delle acquisizioni da parte di gruppi esteri sulle variabili di performance fatturato, occupazione e produttività del lavoro. Prima di evidenziare i principali risultati, dobbiamo ad ogni modo sottolineare che la valutazione dell'impatto può tener conto solamente degli effetti parziali sui tre indicatori, mentre non è possibile tener conto dei canali attraverso i quali gli stessi indicatori potrebbero influenzarsi vicendevolmente.

Nel modello stimato, la variabile chiave che ci consente di catturare l'effetto delle acquisizioni dall'estero è una dummy che assume valore 1 nel caso di impresa acquisita dall'estero e nel periodo post-acquisizione, e valore 0 negli altri casi. Le equazioni stimate, oltre che dummy settoriali e annuali, includono poi delle variabili di controllo per tenere conto di altre fonti di variazione degli indicatori di performance in esame.

Fig. 6: Premio controllo estero (delta % media annuo per le imprese a managerializzazione esterna acquisite da investitori esteri, stime su periodo 2000-2013)



L'output delle stime del modello suggerisce un effetto positivo delle acquisizioni di imprese italiane con management esterno da parte di gruppi esteri per tutte le variabili di performance prese in esame. In particolare, nel periodo 2000-2013:

- ▶ la dinamica del fatturato delle imprese a controllo estero è risultata mediamente superiore del 3.4% rispetto al campione di controllo di imprese rimaste nazionali
- ▶ rispetto alle imprese di proprietà italiana, quelle acquisite dall'estero hanno sperimentato una variazione del numero degli addetti mediamente superiore di circa un punto e mezzo percentuale

- ▶ le imprese oggetto di take over estero hanno evidenziato un differenziale di produttività del lavoro particolarmente rilevante, prossimo al 3,5%.

Risultati, dunque, che sono sostanzialmente in linea con quanto evidenziato dalla letteratura economica sul tema. E che suggeriscono come l'internazionalizzazione di imprese con management esterno, che già evidenziano differenziali positivi di performance rispetto alle imprese con management familiare (come visto nel capitolo 1), possa favorire un'ulteriore spinta attraverso sinergie derivanti dall'integrazione con una struttura spesso ancor più articolata e in grado di generare spillover positivi.

38

Le caratteristiche del management: età, genere, nazionalità

Uomo, italiano, circa 53 anni di età. E' con questi tratti che si può disegnare l'identikit del "manager tipo" che opera nelle aziende italiane. L'identificazione all'interno dello studio delle sole imprese multinazionali permette in particolare di cogliere gli elementi di distinzione che caratterizzano la squadra manageriale nelle controllate estere e quindi in qualche maniera di qualificare il contributo che una maggior presenza di investitori stranieri nel capitalismo italiano, una dato auspicabile visti i risultati in termini di performance, porterebbe sul management delle imprese.

La ricchezza della banca dati creata per questo studio consente, seppur con i limiti derivanti dalla natura amministrativa delle informazioni riportate, di abbozzare un profilo del management - con riferimento alle caratteristiche demografiche di età, sesso, nazionalità - distinguendo tra economia nel suo complesso, imprese a prevalenza di manager esterni, controllate estere di multinazionali, dettaglio sui settori industriali strategici.

Il perimetro di riferimento è costituito, nel senso più ampio, dalle 200 mila imprese (di cui oltre 80 mila a management esterno) del campione rappresentativo dell'economia nazionale utilizzato nella prima parte dello studio; al loro interno è possibile identificare 6800 unità che identificano le imprese italiane a controllo estero (dove la quota di management esterno interessa la quasi totalità delle imprese). Anche concentrando l'analisi ai soli casi di internazionalizzazione passiva all'interno dei settori strategici, le imprese analizzate sono oltre 900. Campioni di analisi così ampi consentono di ritenere sufficientemente "robusti" i profili medi derivati, per lo più se si considera che a ciascuna impresa fa generalmente capo più di un manager: in media, si arriva a 4 nelle imprese a guida esterna, ci si ferma a 2 in quelle a guida interna (2,8 il dato calcolato sul campione complessivo). I risultati ottenuti evidenziano alcuni significativi distinguo rispetto al profilo del manager medio, in particolare quando ci si concentra sulle imprese divenute multinazionali.

Con riferimento all'età, una prima differenza si riscontra già a livello complessivo di economia italiana: il management esterno alla proprietà si mostra un po' più giovane rispetto a quello interno; la differenza viene quantificata, nella media di tutto il campione, in circa 8 mesi e mezzo. Lo scostamento non è particolarmente rilevante, ma riflette sia una maggiore variabilità dell'età tra i manager delle imprese a gestione interna (la differenza tra il più giovane e il più anziano si avvicina agli 80 anni) sia una relativa maggiore incidenza in queste ultime di manager over-60 (la cui quota si approssima al 30%, a fronte di un 25% osservato nelle imprese con management esterno). Tale evidenza è strettamente connessa alla spinosa questione del ricambio generazionale degli "storici" imprenditori-proprietari. In molti casi, nelle

aziende familiari italiane, questo processo viene ritardato rispetto ai tempi fisiologici - per il timore che le nuove leve non siano sufficientemente "mature" per il controllo dell'azienda o che possano snaturarne indirizzi e organizzazione seguiti in tanti anni di gestione - condizionando, da un lato, lo svecchiamento dei vertici familiari, dall'altro, il possibile inserimento di figure dirigenziali esterne.

Fig. 7: Età media del management (anni)

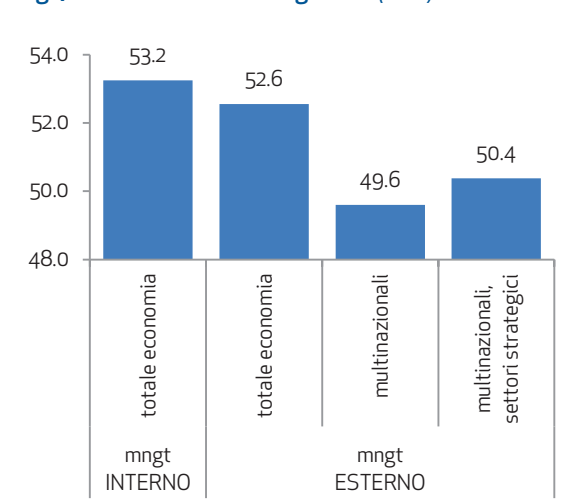
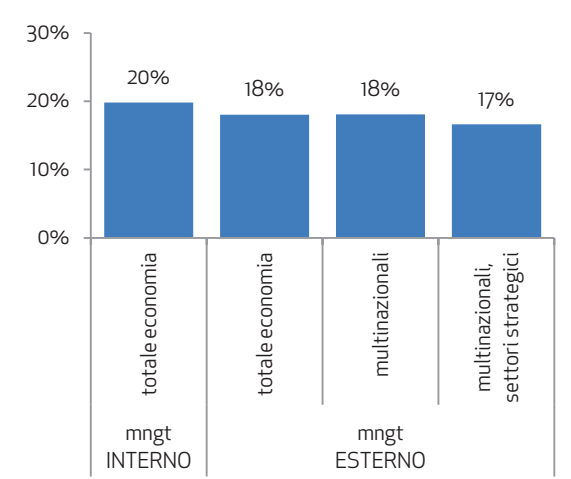


Fig. 8: Le donne nel management (quota % su totale figure manageriali)



pur rimanendo di oltre 2 anni inferiore alla media dell'economia. A fronte di una fortissima vocazione manageriale esterna, la complessità del business in questi settori porta ad affidarsi a figure "esperte" e che garantiscano continuità alla gestione aziendale.

Diversamente da quanto osservato per l'età, le caratteristiche del management delle imprese italiane in termini di genere appaiono favorire nettamente gli uomini, senza distinzioni di sorta tra governance intera/esterna alla proprietà o vocazione multinazionale. A livello di totale economia, il rapporto uomini:donne risulta prossimo a 8:2. L'essere multinazionale non modifica questa situazione con riferimento alle imprese a management esterno (mentre il rapporto sale a 9:1 nei limitati casi di management interno). Anche con riferimento alle sole multinazionali attive nei settori industriali strategici, la quota di

L'età media delle figure che rivestono ruoli apicali/dirigenziali si abbassa notevolmente se si concentra l'attenzione al sottoinsieme delle imprese controllate dall'estero: il loro management (esterno nel 94% dei casi) risulta in assoluto il più giovane. Il divario ammonta a ben 3 anni rispetto a quanto stimato per il management esterno nel complesso dell'economia italiana (che si riduce a 1 anno nei, pochi, casi di multinazionali che hanno mantenuto una guida interna).

Diventare parte di una multinazionale è quindi sinonimo di una dimensione più globale non solo nelle linee strategiche della gestione, ma anche nelle persone che sono chiamate a disegnare e applicare tali strategie. La maggiore apertura a figure esterne è netta, così come la tendenza a cercare nelle persone più giovani quell'apertura mentale, minore avversione al rischio, esperienza variegata, conoscenza dell'ambiente competitivo internazionale, etc. che sono richiesti per perseguire con successo obiettivi di business sempre più complessi.

Il mix settoriale gioca, tuttavia, un ruolo non marginale su questo aspetto: se si sposta il focus alle sole multinazionali nei settori industriali strategici, l'età media del management tende ad alzarsi un po' - oltrepassando la soglia dei 50 anni -

donne nei ruoli dirigenziali apicali si approssima, per difetto, al 20%.

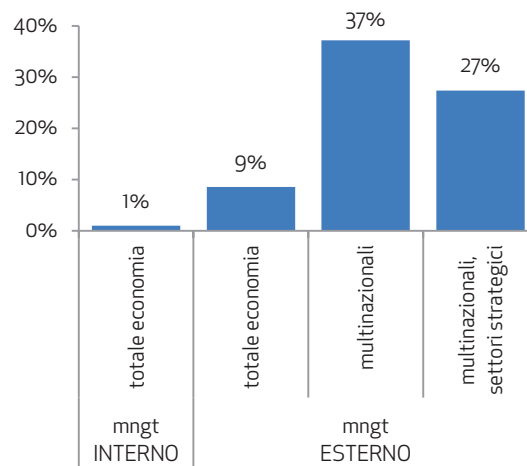
Come già più volte evidenziato, multinazionale è sinonimo di "globale" nella gestione d'impresa; tale analogia si conferma anche con riferimento alla nazionalità dei manager inseriti in azienda. Nella media dell'economia italiana, l'incidenza dei manager esteri si limita a un 5% del totale (dato stimato sul campione). Un assetto di governance estraneo alla proprietà corregge in parte questo dato, portando il rapporto italiani:stranieri ad approssimarsi a 9:1. Per contro, nelle imprese a management interno, come è logico attendersi, la nazionalità italiana è pressoché la regola.

L'acquisizione dell'impresa da parte di una multinazionale modifica radicalmente questo equilibrio, favorendo attivamente l'ingresso nei ruoli decisionali e direttivi di manager stranieri. Probabilmente, si tratta spesso di figure che già operano internamente alla multinazionale e che sono chiamate a dirigere la nuova controllata per uniformarne l'indirizzo alle linee strategiche della capogruppo. In questi casi, quasi il 40% dei manager (esterni) hanno nazionalità non italiana.

Un po' meno internazionale appare, invece, il management delle multinazionali attive nei settori industriali strategici: qui la quota scende di circa 10 punti percentuali, approssimandosi al 30%. In analogia con quanto osservato commentando l'età del management, per questi settori la complessità del business richiede figure "esperte", che abbiano non solo elevate competenze di natura organizzativa e gestionale, ma anche una profonda conoscenza di materie prime, tecnologie, prodotti e cicli produttivi, un know how che è più facile ritrovare nei manager nazionali, che beneficiano della storica tradizione industriale italiana in questi comparti.

Si tratta nel complesso di poche caratteristiche anagrafiche relative al management, quelle desumibili dalle informazioni amministrative sulle imprese utilizzate nella costruzione della banca dati. Tuttavia sono sufficienti a suggerire il contributo positivo che l'apertura multinazionale del paese potrebbe avere nello stimolare nuovi modelli di governance all'interno delle imprese. Così come in termini di performance l'investimento diretto estero si è dimostrato un acceleratore dello sviluppo, anche nella definizione delle caratteristiche manageriali una maggior presenza di nuovi investitori può favorire un processo di upgrading. Dare opportunità alle nuove generazioni, attrarre non solo capitali, ma anche talenti dall'estero rappresentano infatti due presupposti non solo per la crescita delle singole imprese, ma un obiettivo dell'intero sistema paese.

Fig. 9: Gli stranieri nel management
(quota % su totale figure manageriali)



Conclusioni

Il rapporto individua in un aumento del grado di managerializzazione delle imprese italiane e in un rafforzamento degli investimenti diretti dall'estero, anche sotto forma di acquisizioni, due possibili strade per promuovere crescita e competitività nel paese. Emerge come davanti a una crescita inerziale ancora troppo lenta i due elementi rappresentano un vero e proprio acceleratore potenziale per il rafforzamento e la tenuta del patrimonio industriale. Si tratta per entrambi di veicoli ancora poco sfruttati nel sistema Italia, ma proprio per questo, offrono maggiori spazi di crescita.

Attraverso una rassegna della principale letteratura economica, sia teorica che empirica, e l'utilizzo di modelli econometrici sui bilanci delle imprese italiane, lo studio arriva a stimare il contributo marginale che managerializzazione e acquisizioni dall'estero possono portare in termini di sviluppo del fatturato, andamento degli occupati e produttività.

Sul fronte della managerializzazione, il campione rappresentativo delle società di capitali oltre 1.5 milioni di euro di fatturato indagato nel rapporto, mostra come la presenza nell'alta direzione di manager esterni alla proprietà sia ancora un fenomeno piuttosto minoritario. Nel 60% delle imprese, la direzione è ancora prevalentemente affidata a membri della stessa famiglia che detiene la maggioranza del capitale. Questa commistione è un aspetto che porta con sé evidenti vantaggi, in termini per esempio di valori e continuità aziendale, ma che propone anche criticità rispetto agli attuali andamenti economici. In passato uno sviluppo lineare dell'attività d'impresa, richiedeva al management di migliorare il volume d'affari mantenendo soprattutto coerenza rispetto alla tradizione, facendo di ciò un vero e proprio punto di forza. Oggi si vivono cicli sempre più volatili e con oscillazioni più profonde: il management è chiamato quindi a fasi alterne, da un lato, a una gestione attenta della crisi per contenere i danni, successivamente a impostare strategie di rapido sviluppo per guadagnare velocemente posizioni. E' chiaro che queste strategie fanno riferimento anche ad attitudini personali e specializzazioni diverse del manager che non sempre riescono a convivere nella stessa figura. Affidarsi a manager esterni rappresenta da questo punto di vista un'opportunità in più per la proprietà che può scegliere il mix ottimale di competenze nella propria squadra dirigente. Il passaggio alla managerializzazione è da intendersi in quest'analisi come uno strumento per conciliare tradizione e specializzazione, capacità di lettura del presente e visione a lungo termine e non come un processo in antitesi alla natura familiare di gran parte del capitalismo italiano. Non basterebbe peraltro l'etichetta di manager esterno alla famiglia per garantire la capacità di adattamento e rilancio tanto necessari, né è da escludersi che dentro la proprietà già non esista il know how sincronizzato con il nuovo scenario. Il richiamo alla managerializzazione diventa soprattutto un richiamo al merito, affidando il comando delle imprese, o di loro funzioni chiave, sulla base di certificazioni, esperienze e professionalità.

Alla luce dei risultati economici analizzati la spinta manageriale ha rappresentato il confine fra sviluppo e ridimensionamento, una caratterizzazione che si conferma anche in termini di occupazione, considerando che le imprese con manager esterni hanno visto nello stesso periodo un differenziale positivo an-

che per quanto riguarda i posti di lavoro generati. Dimensione, intensità tecnologica, servizi sono le parole chiave per le imprese italiane a più elevata vocazione manageriale esterna; a ciò si aggiungono capitalizzazione d'impresa, attrazione di investitori esteri, migliori performance. In termini di risultati economici l'analisi econometrica stima il "premio" alla managerialità esterna in un differenziale di performance, per il totale economia, del 2.4% per il fatturato, del 2.6% per l'occupazione e dello 0.9% per la produttività (in termini medi annui tra il 2000 e il 2013). Una chiave di lettura per interpretare questi risultati è il contributo del manager all'organizzazione ottimale delle risorse; emerge infatti un livello di produttività del lavoro significativamente superiore per imprese con prevalenza di dirigenti esterni. E' un premio di competitività che è tanto più evidente nei settori a maggior intensità tecnologica, come se il contributo del manager fosse più determinante al crescere del livello di complessità del settore. In particolare, oltre a un presidio importante dei manager esterni nel variegato comparto dei servizi (soprattutto in virtù della presenza di grandi imprese), emerge un peso significativo nella meccanica, elettrotecnica, chimica farmaceutica ed automotive, settori sempre più rilevanti nel determinare il posizionamento italiano nel quadro internazionale (nel 2014 pesavano per esempio il 60% dell'export nazionale).

Altrettanto evidenti sono vantaggi di un maggior numero di imprese di matrice estera nell'industria italiana, una presenza ancora sottodimensionata rispetto ai benchmark europei. Paradossalmente un numero ridotto di acquisizioni non manca di suscitare ripetutamente nel paese un qualche dibattito. Da un lato c'è infatti chi vede nel passaggio al controllo estero un impoverimento del patrimonio industriale nazionale, dall'altro ci sono quanti vedono nell'ingresso di nuovi investitori uno strumento per la sua valorizzazione. E' quest'ultima l'idea di fondo del rapporto che vede nell'apertura agli investimenti dall'estero un'occasione di rilancio per il paese, offrendo risorse oggi non disponibili all'interno del mercato domestico, promuovendo meccanismi virtuosi dentro le imprese acquisite e a cascata sul loro indotto, stimolando attraverso la concorrenza un vero e proprio upgrading di tutto il sistema industriale nazionale. L'utilizzo di una tecnica che combina propensity score matching e stime difference-in-difference consente di giungere a due principali conclusioni. In primo luogo gli investitori esteri sono attratti in modo particolare da imprese che si contraddistinguono per elevata intensità di immobilizzazioni immateriali e per solidità finanziaria. In termini di risultati economici post acquisizione il cambio di proprietà nelle imprese già con management esterno ha dato luogo, tra il 2000 e il 2013 a un differenziale di performance, in media d'anno, pari al +3.4% per il fatturato, al +1.6% per l'occupazione e al +3.4% per la produttività del lavoro.

L'internazionalizzazione rappresenta un vero e proprio cambio di pelle per l'impresa. Se le analisi econometriche fanno emergere gli aspetti quantitativi più rilevanti, altri, più qualitativi, sfuggono da una precisa misurazione, ma sono di assoluta rilevanza per cogliere l'entità del cambiamento apportato. L'affiancamento alla ricerca desk di una serie di interviste sul campo e lo studio di casi aziendali ha inoltre consentito di cogliere anche questi aspetti. Un tema piuttosto ricorrente è quello dell'appartenenza al nuovo gruppo. Rispetto a un modello probabilmente troppo semplificato, ma non certo poco diffuso nell'opinione pubblica, il passaggio multinazionale non appare come uno scontro fra vincitori e vinti. Al contrario anche a distanza di pochi anni dall'acquisizione la sensazione è quella di un gruppo che ha saputo trovare la sua identità nonostante radici diverse. L'internazionalizzazione non è un tema di noi verso loro (chi compra e chi acquista), ma al contrario è descritta come l'inizio di una nuova avventura comune. E' peraltro fuori luogo immaginare un impoverimento degli asset aziendali attraverso l'acquisizione, che è invece il punto di partenza per valorizzare le sinergie.

C'è infine un tema di interazione fra i due elementi, il manager e l'investimento internazionale, una sorta di circolo virtuoso che diventa oggi un vero e proprio asset per la ripresa. Se l'investimento estero rappresenta uno strumento sempre più necessario per sopperire alla mancanza di risorse proprie, una governance aziendale ben definita è uno dei punti chiave nell'attrarre l'interesse degli investitori. La letteratura economica sottolinea in particolare come alla managerializzazione dell'impresa corrisponda una maggior trasparenza nel definire punti di forza e debolezza agli occhi dei potenziali acquirenti, che invece leggono con più difficoltà, e guardano quindi con minor favore, realtà dove proprietà e controllo si identificano. L'esperienza racconta inoltre come sia soprattutto la figura del manager a fare da trait d'union fra gli stakeholder dell'impresa acquisita (lavoratori, fornitori, partner territoriali) e i nuovi proprietari, un elemento di garanzia per favorire la continuità e un filtro opportuno per gestire la transizione.

Esiste anche il percorso inverso e quindi il contributo che l'ingresso di investitori esteri offre al management, che in queste imprese è generalmente più giovane, specializzato e carico di esperienza internazionale. Inserito in una dimensione globale, chiamato a misurarsi con le best practice internazionali di gestione e a confrontarsi con colleghi di diversa estrazione, il manager trova nell'ambiente multinazionale un elemento sfidante da cui trae lo spunto per migliorarsi e legittimarsi agli occhi dell'impresa. E' proprio nel management e nell'organizzazione che si nota il più evidente cambio di passo dopo l'acquisizione. Non mancano come naturale casi di forte discontinuità attraverso l'ingresso di un management rinnovato, ma l'enfasi del cambiamento è soprattutto legato all'adozione di nuovi strumenti e pratiche abilitanti. E' il caso per esempio di strutture organizzative, tendenzialmente meno gerarchiche e a maggior responsabilizzazione, oltre che dell'adozione di prassi (job rotation su scala internazionale, formazione permanente) e strumenti (dai sistemi gestionali alla lingua inglese) che portano a una maturazione e upgrading della classe dirigente e quindi, in ultima analisi, a un miglioramento del patrimonio di competenze a disposizione del paese.

Riferimenti bibliografici

44

- Bandiera, O., A. Prat and R. Sadun (2015), "Managing the Family Firm: Evidence from CEOs at Work", CEPR Discussion Paper 10379
- Barba-Navaretti, G. and A. Venables (2004), Multinational firms in the world economy
- Barth, E., Gulbrandsen, T. and P. Schone (2005), "Family ownership and productivity: the role of owner-management", *Journal of Corporate Finance*, 22, pp.107-127
- 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
- Bennedsen, M., K. M. Nielsen, F. Perez-Gonzalez and D. Wolfenzon (2007), "Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance", *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 122(2)
- Bloom, N., Lemos, R., Sadun, R., Scur, D. and J.V. Reenen (2014), "The new Empirical economics of management", Nber Working paper n.20102
- 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
- Chrisman, J.J., Chua, J.H. and R.A. Litz (2004), "Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence", *Entrepreneurship Theory and Practice* 28, pp.335-354
- 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
- Cucculelli, M., Mannarino, L., Pupo, V. and F. Ricotta (2014), "Owner-management, firm age and productivity in Italian family firms", Mofir Working Paper n. 99
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360
- Lippi F. and F. Schivardi (2014), "Corporate Control and Executive Selection", *Quantitative Economics*, 5: pp.417-456
- 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