

**UNIVERSITA' CATTOLICA DEL SACRO CUORE
MILANO**

**Dottorato di ricerca in MANAGEMENT E INNOVAZIONE
ciclo XXX°
S.S.D: SECS-P07**

**IMPRESE FAMILIARI E ACQUISIZIONI:
COME LA FAMIGLIA INFLUENZA LE STRATEGIE E LE
PERFORMANCE AZIENDALI**

Tesi di Dottorato di: Francesca Rizzi

Matricola: 4411449

Anno Accademico 2016 / 2017



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Dottorato di ricerca in MANAGEMENT E INNOVAZIONE

ciclo XXX°

S.S.D: SECS-P07

**IMPRESE FAMILIARI E ACQUISIZIONI: COME LA
FAMIGLIA INFLUENZA LE STRATEGIE E LE
PERFORMANCE AZIENDALI**

Coordinatore: Ch.mo Prof. Daniele CERRATO

Tesi di Dottorato di: Francesca Rizzi

Matricola: 4411449

Anno Accademico 2016 / 2017

Dottorato in Management e Innovazione

Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano

Tesi di Dottorato

Imprese familiari e acquisizioni:

Come la famiglia influenza le strategie e le performance aziendali

Dottorando: Francesca Rizzi

Relatore: Professore Daniele Cerrato

*A voi, che siete e sempre
sarete la mia guida,
il mio esempio.
A Fulvia e Italo.*

INTRODUZIONE..... 13

LE STRATEGIE DI ACQUISIZIONE DELLE IMPRESE FAMILIARI E NON FAMILIARI: UN'ANALISI EMPIRICA SULL'ITALIA 2000-2014	19
1. INTRODUZIONE	19
2. LE STRATEGIE DI CRESCITA: LE OPERAZIONI DI ACQUISIZIONE.....	22
2.1 Le aziende familiari e le scelte di acquisizione	24
3. METODOLOGIA DELL'ANALISI EMPIRICA	29
3.1 Il campione e la raccolta dei dati.....	29
3.2 Variabili e misure.....	32
3.2.1 Variabili relative alle operazioni di acquisizione	32
3.2.2 Variabili relative a caratteristiche dell'impresa acquirente	33
3.2.3 Variabili relative alla relazione famiglia – impresa (per le sole imprese familiari).	34
3.2.4 Altre variabili di Corporate Governance	35
3.3 Principali caratteristiche delle imprese analizzate	36
3.3.1 Localizzazione, età e performance delle imprese	36
3.3.2 La distribuzione delle acquisizioni tra imprese familiari e non familiari.....	38
3.3.3 Acquisizioni nello stesso settore versus acquisizioni per la diversificazione	40
3.3.4. Acquisizioni domestiche versus acquisizioni internazionali.....	42
3.3.5 Distribuzione delle acquisizioni in base a localizzazione e settore produttivo della target	43
3.3.6 Crisi economica e scelte di acquisizione delle imprese	45
4. PROPRIETA' E STRUTTURA DI GOVERNANCE DELLE IMPRESE FAMILIARI.....	49
4.1 Acquisizioni pre e post crisi: un confronto le strutture di Corporate Governane e ownership delle imprese acquiror.....	51
5. CONCLUSIONI.....	56
BIBLIOGRAFIA	59

ACQUISIZIONI E PERFORMANCE DELLE IMPRESE FAMILIARI	63
1. INTRODUZIONE	63
2. RASSEGNA DELLA LETTERATURA E FRAMEWORK TEORICO.....	66
2.1 Le strategie di acquisizione: aspetti definatori e classificazione.....	66
2.2 Gli effetti delle acquisizioni sulle performance aziendali: <i>review</i> della letteratura	68
3. CAMPIONE E METODOLOGIA.....	73
3.1 Il campione	73
3.2 La fonte dei dati	75
3.3 Le misure di performance post-acquisizione.....	76
3.4 Variabili analizzate	77
3.4.1 <i>Variabili relative alle operazioni di acquisizione</i>	77
3.4.2 <i>Variabili relative a caratteristiche dell'impresa acquirente</i>	79
3.4.3 <i>Variabili relative alla relazione famiglia – impresa (per le sole imprese familiari)</i>	79
3.4.4 <i>Altre variabili di Corporate Governance (per le sole imprese familiari)</i>	80
4. ANALISI DELLE ACQUISIZIONI	81
4.1 Acquisizioni, una breve <i>overview</i>	81
4.2 Acquisizioni e distanza tra acquirente ed acquisita.....	83
4.2.1 <i>La distanza culturale tra paese dell'impresa acquirente e paesi dell'impresa acquisita</i> ...	84
4.2.2 <i>La distanza economica tra paese dell'impresa acquirente e paese dell'impresa acquisita</i>	89
4.3 Acquisizioni e performance.....	92
4.3.1 <i>Performance, acquisizioni e distanza culturale</i>	95
4.4 Acquisizioni e performance delle imprese familiari	97
5. CONCLUSIONI	99
6. ALLEGATI.....	102
BIBLOGRAFIA.....	109

AZIENDE FAMILIARI ITALIANE ED ACQUISIZIONI: COME LA FAMIGLIA INFLUENZA LA PROPENSIONE AD ACQUISIRE	113
1. INTRODUZIONE	113
2. FRAMEWORK TEORICO	116
2.1 Teoria dell'agenzia, aziende familiari e strategia di acquisizione	116
2.2. <i>Grado di coinvolgimento dei membri della famiglia al Consiglio d'Amministrazione e strategia di acquisizione</i>	119
2.3. <i>Grado di coinvolgimento dei membri della famiglia al Capitale d'Impresa azione e strategia di acquisizione</i>	120
2.4. <i>Leader familiare e strategia di acquisizione.....</i>	121
2.5. <i>Prima generazione e strategia di acquisizione</i>	122
3. METODOLOGIA DELL'ANALISI EMPIRICA	123
3.1 Il campione e i dati.....	123
3.2 Variabili e misure.....	125
3.2.1 <i>Variabili dipendenti.....</i>	125
3.2.2. <i>Variabili indipendenti</i>	126
3.2.3. <i>Variabili di controllo</i>	129
3.3 Risultati dell'analisi econometrica	132
4. CONCLUSIONI	143
BIBLOGRAFIA.....	145
CONCLUSIONI.....	149

INTRODUZIONE

Le aziende familiari costituiscono, a livello globale, una tra le principali componenti dell'economia, sia sotto il profilo numerico che in termini di contribuzione al PIL e occupazione. Inoltre, la suddetta categoria d'impresa risulta in crescita e rappresenta la forma aziendale prevalentemente adottata anche nelle economie emergenti come Cina, India, Brasile e Corea del Sud. Relativamente al contesto europeo, il peso di queste aziende è significativo: rappresentano il 36,7% in Germania, il 36% in Francia, il 35,6% in Spagna e il 32,9% in Svezia. In Italia, in particolare, l'incidenza delle aziende familiari è molto significativa in quanto supera il 40,7% e comprende le trecento maggiori imprese del Paese¹.

Le aziende familiari detengono, quindi, un ruolo primario nello sviluppo dell'economia globale, nella creazione di ricchezza e nella generazione di occupazione (Astrachan & Shanker, 2003²).

L'importanza di questa tipologia di aziende, all'interno del contesto internazionale, ha favorito l'interesse degli accademici che hanno contestualizzato e applicato numerosi filoni di ricerca teorici alle *family firms* ai fini di approfondire e comprendere meglio il loro specifico comportamento e le loro implicazioni, direttamente connesse al coinvolgimento della famiglia all'interno dell'azienda. Tra le principali prospettive teoriche che sono state adattate alle imprese familiari, si evidenziano e si ricordano *l'Agency Theory* (Morck & Yeung, 2003³; Schulze, Lubatkin, Dino, & Buchholz, 2001⁴), la *Stewardship Theory* (Miller & Le Breton - Miller, 2006⁵; Miller, Le Breton-Miller & Scholnick, 2008⁶), la *Resource-Based View* (Habbershon & Williams, 1999, etc.⁷) e la *Socio-Emotional Wealth* (SEW) (Berrone, Cruz, & Gómez-Mejía, 2012⁸; Berrone, Cruz, Gómez-

¹ Fonte: Osservatorio AUB, promosso da AIdAF, da UniCredit, dalla "Cattedra AIdAF – EY di Strategia delle Aziende Familiari" in memoria di Alberto Falck dell'Università Bocconi e dalla Camera di Commercio di Milano, con la collaborazione di Borsa Italiana e Allianz. Evidenza emersa dalla VI edizione dell'Osservatorio sulle aziende familiari italiane (2014); G. Corbetta, A. Minichilli & F. Quarato

² Fonte: Astrachan J. H., Shanker M. C. (2003), Family Businesses' Contribution to the U.S. Economy: A Closer Look; Family Business Review, 16 (3), 211–219

³ Fonte: Morck R., Yeung B. (2003), Agency Problems in Large Family Business Groups; Entrepreneurship Theory and Practice; 27 (4), 367–382

⁴ Fonte: Schulze W.S., Lubatkin M.H., Dino R.N., Buchholtz A.K. (2001), Agency relationships in family firms: Theory and evidence; Organization science 12 (2), 99-116

⁵ Fonte: Miller D. and Le Breton-Miller I., (2006), Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship, and Capabilities. Family Business Review, 19 (1), 73-87.

⁶ Fonte: Miller, D.; Le Breton-Miller, I. & Scholnick, B. (2008), Stewardship vs. Stagnation: An Empirical Comparison of Small Family and Non-Family Businesses, Journal of Management Studies 45(1), 50-78.

⁷ Fonte: Habbershon T. G., Williams M. L. (1999), A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms; Family Business Review, 12 (1), 1–25.

⁸ Fonte: Berrone P., Cristina Cruz C., Gomez-Mejia L. R. (2012), Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research; Family Business Review; 25(3) 258–279 – 2012.

Mejía, & Larraza-Kintana, 2010⁹; Gómez-Mejía et al., 2011¹⁰; Gómez-Mejía, Haynes, Nuñez- Nickel, Jacobson, & Moyano-Fuentes, 2007¹¹).

Sebbene l'adozione e l'applicazione di questi differenti approcci abbia portato a sottolineare e ad elaborare risultati empirici a volte tra loro anche contrastanti, si rileva un certo e complessivo consenso. Gli studi hanno evidenziato che la maggioranza delle scelte strategiche delle aziende familiari si fondano sia su fattori endogeni che esogeni, la cui costante ponderazione risulta un fattore essenziale affinché tali imprese possano intraprendere un percorso di crescita che permetta loro di sopravvivere.

In particolare, gli studi hanno evidenziato che tale categoria di aziende, per propria definizione e natura, presenta un imprescindibile e duraturo connubio/interazione tra famiglia ed impresa. Queste società si caratterizzano, infatti, per la c.d. “*sovrapposizione istituzionale*” direttamente riconducibile alla continua commistione tra sfera aziendale e familiare, imputabile al riconoscimento, da parte dei membri della famiglia proprietaria, dell'azienda come una vera e propria parte integrante del loro patrimonio, sia economico che personale. Considerando che la ricchezza finanziaria e il capitale socio-emotivo costituiscono due elementi chiave per le imprese familiari, queste aziende devono operare contemperando costantemente l'interesse economico a quello personale. Ciò determina un effettivo, diretto ed elevato coinvolgimento dei membri della famiglia sia in termini di *ownership* che di leadership e/o di governo. Tali elementi portano, molte volte, alla definizione e all'adozione di strutture e di modelli che vedono la presenza di numerosi membri familiari, titolari sia delle cariche di principali azionisti che di consiglieri e/o di leader. Sulla base di suddette considerazioni si nota che, molte volte, le *family firms* presentano peculiari configurazioni della Corporate Governance che sono in grado di garantire ampia partecipazione dei membri della famiglia ai vertici in posizioni strategicamente rilevanti. Dal momento che le aziende familiari hanno obiettivi legati ad una prospettiva temporale di lungo termine, fortemente connessi alla volontà di preservare e garantire la continuità generazionale, queste aziende devono riuscire ad operare implementando strategie di crescita effettivamente atte a favorire la sopravvivenza e la generazione di reddito.

Al fine di ottemperare tali obiettivi le aziende familiari devono, quindi, assumere decisioni che condensino, armoniosamente, la volontà e le aspettative della famiglia proprietaria con le dinamiche del mercato in cui operano. La veloce evoluzione e lo sviluppo del mercato, la globalizzazione, la crisi economico-finanziaria e l'affermazione di nuovi modelli di business costituiscono, infatti, alcuni tra i maggiori fattori esogeni che creano all'interno delle imprese la necessità e l'urgenza di rivedere e ripensare le proprie strategie. Si evidenzia, inoltre, che l'attuale contesto macroeconomico risente delle conseguenze direttamente imputabili alla crisi finanziaria delineatasi a partire dal 2008. Questo sfavorevole evento ha, infatti, creato la necessità e l'urgenza, nella maggior parte delle imprese, di agire concretamente per affrontare le avversità dell'ambiente.

⁹ Fonte: Berrone P., Cruz C., Gomez-Mejia L. R., Larraza - Kintana M. (2010), Socioemotional Wealth and Corporate Responses to Institutional Pressures: Do Family-Controlled Firms Pollute Less?; *Administrative Science Quarterly*, 55 (1), 82-113.

¹⁰ Fonte: Gomez-Mejia, L.R., Cruz, C., Berrone, P. and De Castro, J. (2011), The bind that ties, *Socioemotional wealth preservation in family firms*, *The Academy of Management Annals*, 5 (1), 653-707.

¹¹ Fonte: Gomez-Mejia LR, Haynes K, Nunez-Nickel M, Jacobson K, Moyano-Fuentes J. (2007), Socioemotional wealth and business risks in family controlled firms. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106–137.

Così come ampiamente riconosciuto e condiviso dalla letteratura (Fama & Jensen, 1983¹²; Fama 1980¹³; Jensen & Meckling, 1976¹⁴), la struttura proprietaria, di governo e la conseguente configurazione della *Corporate Governance* costituiscono alcune tra le principali variabili aventi un ruolo fondamentale nel processo di definizione e di perseguimento degli obiettivi strategici, in quanto incidono sia sulle decisioni relative sia alla definizione delle modalità di protezione del valore aziendale che di quelle di tipo economico e culturale/valoriale.

Le strutture e i meccanismi di *Corporate Governance* sono, quindi, dotati, oltre che dall'importante funzione "tutelativa" del valore aziendale, anche di un ruolo significativo nel processo di sviluppo, definizione e creazione della ricchezza d'impresa in una prospettiva di medio-termine. L'efficacia e il ruolo della *Corporate Governance* si sostanziano e si misurano, infatti, nell'effettiva capacità della struttura del governo dell'impresa di operare bilanciando costantemente le funzioni di protezione e di creazione di valore aziendale sulla base della valutazione e della comprensione delle esigenze strategiche contingenti. Le scelte aziendali, incluse quelle che guidano il cambiamento o il rinnovamento strategico, risultano quindi strettamente condizionate dalle strutture e dai processi di *Corporate Governance*.

Numerosi studiosi, evidenziando l'interazione della configurazione della *Corporate Governance* e della struttura proprietaria con le dinamiche aziendali (Anderson & Reeb, 2003¹⁵; Ang, Cole & Lin, 2000¹⁶; Fama, 1980¹⁷; Fama & Jensen 1983¹⁸), hanno mostrato sia come questa guidi e condizioni le scelte strategiche sia come impatti sui risultati economici aziendali.

Alla luce degli obiettivi, sia di tipo economico-finanziario che familiare, che determinano la necessità di implementare strategie che garantiscano crescita e sviluppo aziendale, le acquisizioni possono costituire un'importante possibilità/mezzo di crescita per via esterna che permette l'ampliamento aziendale seppur, molte volte, non determinino l'effettivo conseguimento dei risultati economici attesi, rivelandosi uno strumento che erode il valore aziendale. Nonostante le acquisizioni costituiscano uno tra i più interessanti e rilevanti strumenti di crescita per via esterna, in quanto permettono sia di attuare una veloce crescita aziendale che di accedere a nuovi mercati (sia di tipo geografico che di prodotto), i suoi esiti risultano incerti. Tali operazioni sottendono, infatti, numerose difficoltà e sfide che riguardano sia le fasi iniziali di selezione e di valutazione della *target* (fase pre-acquisizione) sia quelle di gestione ed integrazione della società acquisita (fase post-acquisizione).

Data la rilevanza delle aziende familiari nel contesto internazionale e le loro peculiarità, insite nella loro natura, è particolarmente interessante analizzarne il comportamento strategico, con specifico riferimento

¹² Fama E.F., Jensen, M.C. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law & Economics*, 26, 327-350

¹³ Fama E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88 (2) 288-307.

¹⁴ Jensen M.C., Meckling W.H. (1976). *Journal of Financial Economics*, 3 (4) 305-360.

¹⁵ Fonte: Anderson, R.C. and Reeb, D.M. (2003), *Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage*. *Journal of Law and Economics*, 46 (2), 653-684

¹⁶ Fonte: Ang, J. S., Cole, R., Lin J. W. (2000), *Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Finance*, 55 (1), 81-106

¹⁷ Fonte: Fama, E. F. (1980), *Agency Problems and the Theory of the Firm*, *The Journal of Political Economy*, 88, (2), 288-307

¹⁸ Fonte: Fama E.F., Jensen, M.C. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law & Economics*, 26, 327-350.

alla strategia di acquisizione, in modo da comprendere la propensione di questa categoria di imprese a realizzare operazioni di crescita per via esterna, attuando un particolare focus su come le loro scelte di acquisizione varino e siano influenzate da fattori esogeni ed endogeni.

In primo luogo, figura rilevante verificare e comprendere se, e in che modalità, le congiunture economiche sfavorevoli impattino sulle scelte di acquisizione evidenziando quale sia il ruolo, le modalità e il grado di partecipazione della famiglia proprietaria (anche come guida) nel processo di crescita per via esterna.

Ottemperando queste premesse ed evidenze empiriche, unitamente al riconoscimento della rilevanza che le aziende familiari detengono all'interno del contesto economico italiano, il lavoro di tesi si focalizza sull'analisi e sull'approfondimento delle aziende familiari italiane e sulla loro propensione ad effettuare operazioni di acquisizioni. In particolare, ai fini di disporre di numerose informazioni atte a definire e a valutare in modo approfondito l'effettivo c.d. "stato dell'arte" e il posizionamento nel mercato e nell'economia italiana delle imprese familiari, lo studio presenta anche numerose comparazioni tra i comportamenti strategici e i risultati aziendali conseguiti delle imprese familiari con quelli ottenuti delle aziende non familiari. Inoltre, dal momento che lo studio intende anche delineare un quadro generale delle aziende italiane, presenta alcune valutazioni aggregate dei comportamenti e dei risultati conseguiti dalle imprese familiari congiuntamente a quelli delle non familiari.

Sulla base di quanto delineato, il presente lavoro di tesi, articolato in tre *paper*, si propone di evidenziare le differenti caratteristiche e dinamiche delle imprese familiari italiane, sia delineando una "fotografia" della loro attuale struttura e situazione economica, che evidenziando la loro propensione e capacità di gestire le operazioni di crescita per via esterna.

Il primo studio "*Le strategie di acquisizione delle imprese familiari e non familiari: un'analisi empirica sull'Italia 2000-2014*" è volto a presentare la predisposizione verso la strategia di acquisizione delle imprese familiari e non familiari italiane evidenziando la tipologia e le caratteristiche delle operazioni di crescita per via esterna conseguite nel periodo 2000 – 2014. In particolare, il lavoro si propone di contribuire allo sviluppo delle ricerche esistenti sul *family business* in quanto lo studio, in primo luogo, è volto ad estendere e ad adattare le precedenti ricerche su come il coinvolgimento della famiglia influenzi la strategia di crescita aziendale ai contesti caratterizzati da crisi economica. Gli studi sinora condotti sulle imprese di famiglia, con la sola eccezione di quello sviluppato da Minichilli et al. (2015)¹⁹, hanno infatti analizzato i comportamenti delle imprese familiari in condizioni di stabilità ambientale senza focalizzarsi su come il contesto macroeconomico esterno incida sulle scelte strategiche. Il *paper* ha, quindi, l'obiettivo di unire l'approfondimento delle preferenze strategiche delle aziende familiari con l'analisi del contesto esterno per verificare in che modo l'ambiente economico esterno influenzi le decisioni della famiglia proprietaria. Inoltre, la comparazione tra le scelte e le preferenze acquisitive delle aziende familiari e non familiari, permette di evidenziarne similitudini e differenze valorizzando comportamenti distintivi propri del primo sotto-gruppo.

¹⁹ Fonte: Minichilli A., Brogi M., Calabrò A. (2015). Weathering the Storm: Family Ownership, Governance, and Performance Through the Financial and Economic Crisis; *Corporate Governance. An International Review*, 24 (6) 552–568.

Il secondo lavoro *“Acquisizioni e performance delle imprese familiari”*, che presenta un approfondimento sulla distanza culturale ed economica esistente tra azienda acquirente ed acquisita, ha l’obiettivo di approfondire e di verificare se le aziende familiari italiane abbiano beneficiato dell’implementazione di una strategia di crescita per via esterna, accrescendo il loro livello di redditività. Lo studio intende esaminare le performance post-acquisizione delle imprese italiane con particolare attenzione a come le differenti configurazioni e tipologie di operazioni di crescita per via esterna influenzino la redditività post operazione. La ricerca, dopo una panoramica generale sui risultati reddituali delle imprese italiane acquirenti, a seconda delle caratteristiche dell’operazione di acquisizione, presenta un approfondimento sulle sole aziende familiari al fine di comprenderne la capacità di generare valore tramite questa strategia. L’analisi contribuisce alla letteratura esistente presentando gli effetti delle acquisizioni sulla redditività aziendale in funzione della struttura proprietaria dell’impresa acquirente, della distanza culturale tra azienda acquirente ed acquisita e della tipologia di operazione.

Il terzo contributo *“Aziende familiari italiane ed acquisizioni: come la famiglia influenza la propensione ad acquisire”* approfondisce come le differenti modalità e livelli di coinvolgimento diretto della famiglia proprietaria alla vita d’impresa incidano sulla predisposizione ad intraprendere la crescita per vie esterne. Tale analisi contribuisce alla letteratura esistente estendendo le precedenti ricerche su come il coinvolgimento della famiglia influenzi le scelte strategiche aziendali con particolare riferimento alla crescita per via esterna.

LE STRATEGIE DI ACQUISIZIONE DELLE IMPRESE FAMILIARI E NON FAMILIARI: UN'ANALISI EMPIRICA SULL'ITALIA 2000-2014

Francesca Rizzi

1. INTRODUZIONE

Le aziende familiari rappresentano, a livello globale, una componente fondamentale dell'economia, non solo sotto il profilo numerico, ma, soprattutto, per il loro rilevante contributo in termini di PIL e occupazione. Questa categoria d'impresa si presenta, inoltre, in crescita e costituisce la forma aziendale prevalentemente adottata anche nelle economie emergenti (tra cui Cina, India, Brasile e Corea del Sud) e detiene un peso significativo anche nel contesto europeo)²⁰.

Alla luce del ruolo cruciale che le aziende familiari detengono nel processo di sviluppo dell'economia globale e nella creazione di ricchezza ed occupazione (Astrachan & Shanker, 2003) si evidenzia come queste imprese hanno suscitato un forte e un crescente interesse da parte di numerosi studiosi che hanno intrapreso una serie di approfondimenti e ricerche volte a comprendere quali siano le implicazioni imputabili al coinvolgimento della famiglia all'interno dell'azienda. Sono state, quindi, elaborate molteplici prospettive teoriche derivanti dall'applicazione e dall'adattamento di rilevanti filoni teorici. In particolare sono state riviste e contestualizzate alle *family firms* le seguenti teorie: la *Agency Theory* (Morck & Yeung, 2003; Schulze, Lubatkin, Dino, & Buchholz, 2001), la *Stewardship Theory* (Miller & Le Breton - Miller, 2006; Miller, Le Breton-Miller, and Scholnick, 2008), la *Resource-Based View* (Habbershon & Williams, 1999, etc.) e la *Socio-Emotional Wealth (SEW)*²¹ (Berrone, Cruz, & Gómez-Mejía, 2012; Berrone, Cruz, Gómez-Mejía, & Larrazza-Kintana, 2010; Gómez-Mejía et al., 2011; Gómez-Mejía, Haynes, Nuñez-Nickel, Jacobson, & Moyano-Fuentes, 2007). I suddetti approcci si propongono, in particolare, di investigare e comprendere le caratteristiche uniche e proprie delle aziende familiari nonché la loro struttura e le loro dinamiche operative - decisionali. Si evidenzia che le peculiarità di queste imprese sono riconducibili e direttamente imputabili all'ampio coinvolgimento dei membri della famiglia nella proprietà e nel management aziendale.

I risultati, molte volte contrastanti, emersi dai numerosi studi effettuati sulle aziende familiari, sulle loro dinamiche interne e sulle loro preferenze strategiche, appaiono tra loro differenti in base al contesto di riferimento o dell'oggetto di analisi (Anderson & Reeb, 2003; Gomez-Mejia et al., 2010, 2015; Miller et al.,

²⁰ Le aziende familiari rappresentano il 36,7% delle imprese in Germania, il 36% in Francia, il 35,6% in Spagna e il 32,9% in Svezia. Si evidenzia che in Italia l'incidenza delle aziende familiari supera il 40,7% e, in tale categoria, rientrano le 300 imprese più grandi del Paese (Fonte: Osservatorio AUB, promosso da AIdAF, da UniCredit, dalla "Cattedra AIdAF - EY di Strategia delle Aziende Familiari" in memoria di Alberto Falck dell'Università Bocconi e dalla Camera di Commercio di Milano, con la collaborazione di Borsa Italiana e Allianz. Evidenza emersa dalla VI edizione dell'Osservatorio sulle aziende familiari italiane (2014); G. Corbetta, A. Minichilli & F. Quarato)

²¹ L'approccio della *Socio-Emotional Wealth (SEW)* si è affermato soprattutto nel corso dell'ultimo decennio.

2010, Gomez-Meja et al. 2010). In generale, consapevoli che le scelte strategiche aziendali si fondano sia su fattori endogeni che esogeni, le imprese devono essere in grado di operare ponderando costantemente tali fattori, al fine di intraprendere un percorso di crescita e garantirsi la sopravvivenza. Il presente studio, riconoscendo la rilevanza delle imprese familiari all'interno del contesto italiano, si inserisce in questo filone di ricerca proponendosi d'indagare la relazione tra le aziende familiari e la loro propensione verso le strategie di crescita per vie esterne.

L'attuale contesto macroeconomico risente delle conseguenze direttamente imputabili alla crisi finanziaria delineatasi a partire dal 2008. Questo evento ha creato la necessità e l'urgenza, nella maggior parte delle imprese, di agire per affrontare le avversità dell'ambiente. Tra le numerose opzioni strategiche – volte a supportare un processo di crescita – si annoverano le acquisizioni che, oltre ad offrire potenziali benefici, si associano ad importanti sfide e complessità, connesse non solo alle fasi di valutazione e di selezione dell'azienda da acquisire, ma legate soprattutto al processo di integrazione tra impresa acquirente e impresa acquisita. Le acquisizioni costituiscono, infatti, una tra le principali strategie che determinano e guidano un cambiamento strategico, in quanto permettono di entrare e / o di espandere velocemente la presenza della società in business operativi o su mercati geografici. Le operazioni di acquisizione comportano, però, diversi livelli di rischio che variano al variare della tipologia di acquisizione: acquisizione nello stesso business *vs* acquisizione per la diversificazione; acquisizione domestica *vs* acquisizione internazionale.

Data la rilevanza delle aziende familiari nel contesto internazionale e le peculiarità insite nella loro natura, risulta particolarmente interessante analizzare la loro propensione ad effettuare operazioni di acquisizione verificando se le loro strategie di crescita, in termini sia di propensione ad acquisire che di tipologia di acquisizioni realizzate, differiscano da quelle effettuate dalle imprese non familiari. Analizzare le *family firms* e la loro predisposizione verso la strategia di crescita per via esterna, costituisce una tematica di particolare rilievo non solo per l'importanza che tale tipologia societaria detiene a livello internazionale, ma anche per le loro specifiche caratteristiche, insite nella natura propria di familiare. Le aziende familiari, per definizione, presentano una prospettiva di lungo termine basata sulla continuità generazionale; ai fini di soddisfare suddetta prerogativa ed obiettivo queste aziende devono essere in grado di operare costantemente attraverso l'implementazione di un modello di business che sia, al contempo, attrattivo, competitivo e coerente con l'ambiente circostante, oltre che economicamente sostenibile. Le acquisizioni si vanno, quindi, a configurare come una strategia che se da una parte rappresenta un interessante strumento di crescita e di sviluppo, dall'altra potrebbe andare a delinarsi come uno strumento capace di ledere e/o minare le aspettative di continuità familiare, sia dal punto di vista proprietario che gestionale. Ulteriore elemento che evidenzia ed avvalorava la rilevanza della strategia di acquisizione, in relazione alle aziende familiari italiane, è costituito dall'evidenza empirica: i dati rilevati sulle performance economiche che le aziende italiane hanno ottenuto al 31.12.2015 evidenziano come i migliori risultati sono stati direttamente conseguiti dalle imprese familiari che

hanno perseguito una strategia di crescita per via esterna²². In particolare i dati sottolineano che le aziende familiari, con percorsi e risultati migliori, sono quelle che hanno effettuato una crescita per mezzo di acquisizioni e/o di joint-venture, soprattutto se all'estero. Si rileva che tale comportamento è accresciuto in seguito alla crisi economico-finanziaria. Sulla base degli importanti cambiamenti, che hanno riguardato ed impattato l'ambiente economico, risulta importante approfondire e comprendere se, e in che modo, le imprese familiari siano portate a modificare le loro strategie di acquisizione al variare del contesto economico di riferimento. In particolare, questo capitolo si focalizza sulle scelte di acquisizione fatte dalle imprese familiari prima e durante una recessione economica (specificamente la crisi economica del 2008). Lo studio compara, infatti, le acquisizioni pre e post crisi in termini di numerosità e tipologia, analizzando il grado di diversificazione produttiva e geografica associata a ciascuna operazione di acquisizione. Si ricorda inoltre che le mutate condizioni del mercato e dell'ambiente economico, che risultano tali da non garantire un percorso di crescita costante delle imprese, hanno portato le stesse aziende a definire ed individuare il trinomio "crescita - diversificazione - investimento in risorse umane" come il migliore imperativo strategico ai fini di riuscire a competere efficacemente nell'attuale sistema di mercato. In tale contesto si evidenzia ed avvalorata la rilevanza della strategia di acquisizione, soprattutto all'interno delle imprese familiari.

Alla base dello studio vi è la prospettiva nota come *behavioural agency model* (BAM) (Wiseman & Gomez-Mejia, 1998), che evidenzia come le condizioni di avversità economiche alterino le decisioni di acquisizioni effettuate dalle imprese. La letteratura esistente dimostra come nelle imprese familiari i membri della famiglia proprietaria/fondatrice tendano ad avere, nei confronti della loro azienda, interessi di natura sia economica che non economica. Gli interessi di tipo non economico includono la tutela del controllo della famiglia e la c.d. *socioemotional wealth* (SEW) (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007).

La ricchezza finanziaria e il capitale socio-emotivo (*socio-emotional wealth*) rappresentano due elementi chiave per le imprese familiari. Sulla base della BAM, si ritiene che in condizioni di crisi economica le imprese familiari riducono l'enfasi posta sulla tutela della SEW, aumentando la loro attenzione verso i risultati economico-finanziari di breve termine (Berrone et al., 2012). La crisi economica incide, perciò, sulla percezione dei membri della famiglia sulla vulnerabilità dell'impresa (Gomez-Mejia et al., 2015) in quanto altera la loro valutazione dei rischi e dei benefici legati alle operazioni di acquisizioni. Se da una parte in condizioni di stabilità economica e di prosperità, le imprese familiari presentano un atteggiamento di avversione al rischio e cercano di preservare gli interessi della famiglia, tra cui il capitale socio-emotivo, dall'altra, in condizioni di crisi economica, modificano le loro percezioni di incertezza e di rischio, incluse quelle verso le operazioni di acquisizione (Gomez-Mejia et al., 2015). Alla luce di questo, è possibile affermare che l'incertezza ambientale riduce l'avversione delle imprese familiari ad acquisire, portandole anche ad attuare acquisizioni più rischiose, come quelle *crossborder* o in business differenti. Il prevalere degli interessi economico-finanziari accentua il desiderio delle imprese familiari a diversificare il portafoglio di attività, ai

²² Fonte: Osservatorio AUB, promosso da AIdAF, da UniCredit, dalla "Cattedra AIdAF – EY di Strategia delle Aziende Familiari" in memoria di Alberto Falck dell'Università Bocconi e dalla Camera di Commercio di Milano, con la collaborazione di Borsa Italiana e Allianz

fini di creare nuovi flussi di entrate e ridurre il rischio di mercato (e.g., Morck, Wolfenzon, & Yeung, 2005; Shleifer & Vishny, 1986).

Il presente lavoro si propone di contribuire allo sviluppo delle ricerche esistenti sul *family business*. Lo studio, in primo luogo, è volto ad estendere le precedenti ricerche su come il coinvolgimento della famiglia influenzi la strategia di crescita aziendale ai contesti caratterizzati da crisi economica. Gli studi sinora condotti, sulle imprese di famiglia, con la sola eccezione di quello sviluppato da Minichilli et al. (2015), hanno infatti analizzato i comportamenti delle imprese familiari in condizioni di stabilità ambientale senza focalizzarsi su come lo scenario macroeconomico esterno incida sulle scelte strategiche. Il paper ha l'obiettivo di unire l'approfondimento delle preferenze strategiche delle aziende familiari con l'analisi del contesto esterno in modo da poter verificare in che modo l'ambiente economico esterno influenzi le decisioni della famiglia proprietaria.

La ricerca è strutturata nel seguente modo. Nel secondo paragrafo è illustrato il *framework* teorico di riferimento. In particolare, dapprima sono illustrate le strategie di acquisizione e successivamente, vengono approfondite le due prospettive teoriche adottate negli studi sulle imprese familiari: la *behavioural agency model* (Wiseman & Gomez-Mejia, 1998) e la *socioemotional wealth* (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007). Viene poi approfondito il tema delle strategie di acquisizione delle imprese familiari. Il terzo paragrafo è dedicato alla presentazione del campione, della metodologia e delle variabili analizzate, mentre il quarto si focalizza sulla descrizione dei risultati emersi. Nel paragrafo conclusivo sono stati portati alla luce i limiti insiti nella ricerca e sono state illustrate e discusse le principali evidenze dell'analisi.

2. LE STRATEGIE DI CRESCITA: LE OPERAZIONI DI ACQUISIZIONE

I percorsi di crescita delle imprese possono essere distinti in due grandi categorie: la crescita per vie interne oppure per vie esterne. Sebbene caratterizzata da un minor grado di incertezza e da un superiore livello di diretto monitoraggio, la prima strategia si caratterizza per tempi tendenzialmente lunghi, molte volte eccessivi, soprattutto nel caso in cui le dinamiche congiunturali esterne richiedano alle aziende di operare velocemente e di rispondere in tempi "stretti" alle variazioni del mercato.

La crescita per vie esterne è un'altra opzione largamente utilizzata dalle imprese, anche se maggiormente rischiosa. Le acquisizioni costituiscono un importante mezzo di crescita aziendale in quanto opzione strategica largamente utilizzata dalle imprese, sebbene caratterizzata da un elevato grado di incertezza. Tali operazioni costituiscono, infatti, un importante mezzo di crescita aziendale dal momento che risultano funzionali all'implementazione delle linee strategiche d'impresa andando a costituire un vero e proprio strumento idoneo alla generazione di valore. Si sottolinea che un'impresa risulta in grado di creare valore se figura effettivamente orientata alla massimizzazione del valore creato per il cliente; tale risultato risulta perseguibile nel momento in cui le scelte strategiche, e le seguenti mosse attuative, figurano effettivamente capaci di massimizzare il differenziale tra il beneficio netto percepito dal cliente e il costo totale sostenuto dall'azienda. Inoltre, le

acquisizioni sono ampiamente riconosciute come un vero e proprio mezzo di crescita in quanto permettono all'impresa di ottenere le capacità e le risorse necessarie per implementare una determinata strategia attraverso l'acquisizione di un'impresa già avviata. Tali operazioni si distinguono anche per una maggiore velocità di conseguimento dell'obiettivo desiderato oltre che per la possibilità di individuare sul mercato aziende sottovalutate, ma che possono essere o rivelarsi un ottimo investimento in una prospettiva strategica e futura. Gli studi hanno, infatti, evidenziato che le strategie di crescita per vie esterne costituiscono uno degli strumenti più adatti per lo sviluppo dell'impresa soprattutto nel caso in cui i mercati in cui questa operi siano globalizzati e/o fortemente competitivi. Le acquisizioni rappresentano, quindi, un vero e proprio mezzo di crescita in quanto permettono all'acquirente di ottenere le capacità e le risorse necessarie per implementare una determinata strategia attraverso l'acquisizione di altra/e impresa/e già avviata/e. La crescita esterna permette di sviluppare e di sfruttare rapidamente economie di scala, di migliorare la capacità aziendale di rispondere ad un contesto e ad un mercato caratterizzato da una forte rapidità e complessità di progresso dal punto di vista tecnologico, oltre che dell'accorciamento del ciclo di vita del prodotto.

Nonostante l'obiettivo principale con cui viene implementata una qualsiasi operazione di acquisizione sia la creazione di un maggior valore economico, numerose evidenze empiriche hanno mostrato come la maggior parte di queste acquisizioni non siano destinate a generare i risultati reddituali auspicati (Rankine & Howson, 2006) tanto che solo meno di un quarto delle acquisizioni realizzate porta all'effettivo conseguimento dei risultati economici sperati (Marks & Mirvis, 2001). Le acquisizioni risultano, infatti, una strategia estremamente rischiosa nonostante i benefici attesi. Se da una parte questa strategia costituisce un efficace strumento con cui l'azienda acquirente può accrescere il suo potere di mercato, accedere a nuovi mercati, creare sinergie, e potenziare le sue competenze, dall'altra essa comporta difficoltà ed incertezze, relative sia ai flussi di cassa attesi dall'operazione, oltre che alle complessità procedurali che accompagnano l'intera operazione.

Le complessità, connesse alle operazioni di acquisizioni, non si fondano sulla sola stima della loro capacità di generare valore futuro. Oltre alla valutazione economica della *target* e all'identificazione di un adeguato prezzo d'acquisto, sono cruciali le attività d'integrazione dei business e dei processi tra le aziende partecipanti all'operazione e l'analisi del rischio paese (qualora la *target* sia localizzata in un paese estero). L'integrazione delle realtà aziendali acquisite rappresenta, almeno verosimilmente, la fase più complessa dell'intero processo in quanto richiede un'adeguata preparazione e pianificazione.

Le operazioni di acquisizione – data la loro complessità – necessitano molteplici valutazioni sia sugli obiettivi perseguiti dell'*acquiror* che sulle caratteristiche proprie della società da acquisire. Sono, infatti, numerose le caratteristiche delle imprese *target* e le motivazioni e i fattori propri delle imprese acquirenti a guidare queste ultime nella selezione dell'azienda oggetto dell'operazione di acquisizione. Come anticipato, la selezione della *target* è fortemente connessa allo scopo con cui è implementata la strategia.

Considerando i settori di attività dell'impresa acquirente e dell'impresa acquisita, si distinguono due principali gruppi di operazioni: le acquisizioni orizzontali e le acquisizioni conglomerate. Le prime si riferiscono all'insieme delle operazioni aventi ad oggetto *target* attive nello stesso settore. Queste operazioni consentono di aumentare la quota di mercato, accrescere il know-how, sviluppare il potere contrattuale nei

confronti di clienti e fornitori, perseguire economie di scala e scopo ottenendo ulteriori *core skills* per potenziare efficacia ed efficienza produttiva.

Le operazioni conglomerate, dove le imprese coinvolte appartengono a business diversi, sono tendenzialmente finalizzate a ridurre la volatilità del business e, quindi, il rischio percepito dal mercato tramite l'aumento delle attività in portafoglio. In tal caso per massimizzare i benefici della diversificazione è necessario che i rendimenti dei due business siano correlati negativamente. Molte volte le acquisizioni per la diversificazione, a parità di condizioni, portano a risultati negativi e a una minore redditività media (Comment & Jarrel, 1995; Berger & Ofek 1995); alcuni studiosi affermano che la diversificazione dissipa il valore dell'azienda senza contribuire alla massimizzazione dei profitti. Un altro filone teorico identifica questa strategia come strumento in grado di ridurre il rischio poiché, ampliando il portafoglio di business, riduce la dipendenza aziendale da un unico settore contraendo anche il rischio di mercato. In generale un'azienda orientata verso una strategia di diversificazione dovrebbe non solo selezionare *target* attive in settori redditizi, ma che le consentono anche di utilizzare le proprie risorse in modo più efficiente ed efficace.

Ulteriore elemento da valutare, quando viene effettuata una qualsiasi operazione di acquisizione è la localizzazione della *target* in quanto alcune operazioni hanno come scopo principale l'ingresso in un nuovo mercato geografico. Conseguentemente, le acquisizioni internazionali figurano più complesse a causa della distanza (sia fisica che culturale), della scarsa familiarità culturale-linguistica con i paesi coinvolti e del differente contesto socio-politico di riferimento. Per realizzare con successo acquisizioni internazionali, è necessario che l'impresa acquirente riconosca e sia consapevole delle differenze con la *target* e sia capace di gestire i gap culturali ed operativi.

2.1 Le aziende familiari e le scelte di acquisizione

La scelta di realizzare un processo di crescita per vie esterne attraverso un'acquisizione costituisce una scelta complessa per qualsiasi realtà aziendale, soprattutto per le imprese familiari. Sulla base del legame famiglia-impresa, insito nella natura delle imprese familiari, la famiglia detentrica influenza significativamente le scelte strategiche aziendali tanto che le esigenze e la volontà dei membri della stessa divengono il fattore principale che guida le scelte di acquisizione e il grado di diversificazione ad esse associato.

Nonostante i benefici sopra evidenziati, connessi alle operazioni di acquisizione, questa strategia potrebbe avere effetti negativi sulle performance dell'impresa (Wan, Yiu 2009; Cartwright & Schoenberg, 2006). La maggior parte degli studi ha, infatti, rilevato che le acquisizioni possono determinare un potere di mercato inferiore rispetto a quello atteso (Hitt et al, 2001) o richiedere risorse – non solo di tipo economico – di cui l'impresa non è dotata. Le teorie sul *family business* evidenziano, in generale, una minore propensione delle aziende familiari a realizzare acquisizioni poiché, richiedendo finanziamenti esterni, queste operazioni potrebbero portare ad una riduzione del controllo della famiglia e del grado d'indipendenza aziendale, oltre che determinare un indebolimento del network aziendale (Friedland, Palmer, & Stenbeck 1990) e della reputazione dell'impresa (Gomez-Mejia 2015).

La teoria della SEW sottolinea che i membri della famiglia proprietaria identificano l'impresa come una parte effettiva ed integrante della loro stessa ricchezza ed eredità sia economica che emotiva - valoriale. Le aziende familiari ambiscono, quindi, a preservare i loro valori, sociali ed affettivi, (Berrone, Cruz, & Gómez-Mejía, 2012), unitamente alla possibilità di tramandarli alle future generazioni familiari (Zellweger, Kellermanns, Chrisman, & Chua, 2012), al fine di godere e di mantenere i loro vantaggi reputazionali (Deephouse & Jaskiewicz, 2013) così da tutelare la relazione tra i membri familiari e gli altri portatori d'interesse (Cruz, Gomez-Mejia, & Becerra, 2010). Sottolineando come le aziende familiari presentano una forte tensione verso la tutela e il mantenimento degli aspetti valoriali ed emotivi aziendali, numerosi studi evidenziano come queste realtà tendono ad implementare e a favorire strategie che siano in grado di tutelare il patrimonio emotivo d'impresa (Gomez-Mejia, Campbell, et al., 2014 ; Gomez-Mejia et al., 2007).

Coerentemente con quanto evidenziato dalla teoria della BAM, le azioni strategiche proprie delle aziende familiari sono tendenzialmente avverse al rischio e conservative (Minichilli 2015) in quanto molto focalizzate verso la protezione dello status attuale e sensibili alla possibilità di perdere – o ridurre - il coinvolgimento dei membri della famiglia nella vita aziendale (Martin, Gomez-Mejia, & Wiseman, 2013). Secondo la prospettiva della teoria della BAM, le preferenze e, quindi, le scelte strategiche delle imprese familiari sono avverse al rischio e direttamente influenzate dalla preoccupazione di perdere la ricchezza valoriale, emotiva ed economica delle stesse (Martin, Gomez-Mejia, & Wiseman, 2013).

Il comportamento proprio delle *family firms* può trovare motivazione anche all'interno della *Prospect Theory* elaborata dagli psicologi israeliani Daniel Kahneman e Amos Tversky nel 1979. Tale teoria trova applicazione in questo contesto in quanto, partendo dalla prospettiva psicologica, permette di comprendere e di analizzare le preferenze e le scelte effettuate dagli individuali. In particolare, in tale ambito, l'approccio sviluppato da Kahneman e da Tversky permette di valutare il comportamento delle *family firms* e dei suoi membri in relazione alle loro caratteristiche psicologiche, aspettative e situazioni, intercalandole nello specifico contesto di riferimento (sia dal punto di vista architetturale che relazionale). La *Prospect Theory*, riconoscendo che i processi decisionali si compongono di due fasi, ovvero monitoraggio e valutazione dei diversi scenari possibili, pone in evidenza come le scelte soggettive derivino da operazioni di semplificazione, cancellazione e da fattori condizionanti. I due psicologi israeliani sottolineano, infatti, come la medesima persona può compiere scelte diverse in merito allo stesso problema qualora si trovi in due condizioni tra loro differenti. Suddetta prospettiva appare, quindi, particolarmente efficace se applicata all'analisi delle scelte/decisioni e, soprattutto, nel caso di approfondimento delle situazioni e dei comportamenti degli individui in condizioni di rischio. Attraverso lo sviluppo di esperimenti di psicologia cognitiva, Kahneman e Tversky hanno, infatti, evidenziato come le decisioni degli individui siano connesse ad una sorta di "istinto di sopravvivenza" che li conduce ad intraprendere per lo stesso problema/contexto azioni differenti a seconda di come percepiscono e gli vengono presentati i possibili scenari futuri (prospettiva di perdita rispetto a previsione di guadagno).

Sulla base delle evidenze emerse dalle teorie della SEW e della BAM, combinate con l'approccio e la prospettiva psicologica delineata dalla *Prospect Theory*, è possibile affermare che i membri delle aziende

familiari, e, di conseguenza, le aziende familiari stesse, prendano decisioni differenti (a secondo delle caratteristiche specifiche del contesto in cui si trovano) e che tendenzialmente agiscono secondo una prospettiva di avversione al rischio. In particolare, l'integrazione di questi studi evidenzia come in condizioni di stabilità economica, le aziende familiari tendono ad essere avverse al rischio e propense all'implementazione di strategie volte a mantenere e preservare la situazione attuale (Martin, Wiseman, & Gomez-Mejia, 2013). Pertanto, le acquisizioni sono identificate come strategie rischiose che creano incertezza e che possono condurre l'azienda verso la perdita della ricchezza familiare economica e valoriale/emotiva. Conseguentemente, le aziende familiari dovrebbero esitare ad attuare queste operazioni sia a causa della loro incertezza dal punto di vista del risultato economico – finanziario (e.g., Hitt et al., 2001) che della loro capacità di deteriorare la *Socio - Emotional Wealth* (SEW) o “ricchezza socio-emotiva” (Gomez-Mejia, Makri, & Larraza-Kintana, 2010). Per queste ragioni – soprattutto in condizioni di stabilità – le acquisizioni sono scoraggiate e, nel caso in cui vengano invece effettuate, tenderanno ad avere ad oggetto *target* che effettuano attività caratterizzate da una forte correlazione/similitudine rispetto a quelle direttamente svolte all'azienda familiare acquirente. Questo tipo di operazioni appaiono, quindi, dotate di un minore profilo di rischio, rendendo l'operazione soggetta ad una minore incertezza. Partendo da queste evidenze si afferma che le aziende familiari in condizioni ambientali stabili sono avverse alle acquisizioni in quanto la strategia potrebbe fallire mettendo a repentaglio la SEW (*Socio - Emotional Wealth*) e la struttura/situazione economica.

Il fatto che il verificarsi di una condizione di crisi economico-finanziaria e/o il delinarsi di un contesto macroeconomico caratterizzato da un maggiore grado di incertezza porti al profilarsi di una superiore propensione da parte delle aziende familiari ad investire le proprie risorse economiche in acquisizioni trova giustificazione anche nelle caratteristiche e dei profili delle singole aziende. Partendo dalla consapevolezza che le operazioni di crescita per via esterna richiedano numerose e significative risorse finanziarie, si evidenziano comportamenti e predisposizioni differenti tra le aziende al variare del loro stesso “stato di salute”. In particolare, qualora un'azienda sia caratterizzata da una superiore solidità economico-finanziaria e da un minor livello di indebitamento, questa tenderà a presentare una maggiore resilienza verso la crisi e, conseguentemente, un favore superiore verso le acquisizioni in quanto le risorse esterne che questa dovrebbe necessitare per l'implementazione della strategia dovrebbero essere inferiori. Sulla base di tale consapevolezza si è portati a riconoscere che le aziende familiari di maggiori dimensioni, più solide e con una superiore dotazione di risorse economiche, saranno portate ad effettuare operazioni indipendentemente dal verificarsi di una congiuntura esterna sfavorevole. Di contro, le aziende familiari di dimensioni inferiori e, quindi, dotate di minori risorse e, verosimilmente, caratterizzate da una limitata solidità finanziaria, dovrebbero essere meno resilienti alla crisi cosicché figurano più propense, al verificarsi di incertezza, ad accrescere la loro predisposizione verso strategie di crescita – anche rischiose – volte però ad ottenere risultati in breve tempo, favorendo crescita e sopravvivenza, indipendentemente dal fatto che possano ledere o diluire la proprietà e il controllo dei membri della famiglia. Considerando il tessuto imprenditoriale italiano, dove le imprese familiari sono principalmente di piccole e di medie dimensioni e, quindi, dotate di una quantità limitata di risorse, la crisi e l'incertezza economica appaiono effettivamente costituire elementi che accrescono la loro propensione

ad acquisire.

Un'ulteriore motivazione alla base dell'avversione delle imprese familiari alla diversificazione è il loro radicamento – anche dal punto di vista psicologico (*Prospect Theory*) - alle loro origini operative e al territorio nel quale sono attive. Si evidenzia, infatti, che la strategia di crescita per vie esterne, se nello stesso business o entro i confini nazionali, tende a essere preferita poiché percepita come maggiormente in grado di favorire la tutela della familiarità in quanto, a volte, porta alla riduzione della possibilità e della necessità di dover delegare le responsabilità e i poteri a manager non familiari. La volontà di contrarre la dilazione del controllo tra soggetti non familiari accresce soprattutto nei casi di scarsità numerica dei membri familiari. Molte volte la famiglia non ha, infatti, le adeguate competenze per supportare una crescita in nuovi business. Ciò rende necessario affidarsi a manager non familiari e delegare loro le responsabilità gestionali. Alla luce della loro avversione (anche psicologica²³) al rischio, le imprese familiari, in condizioni di stabilità, tenderanno a mostrare una minore propensione ad effettuare acquisizioni, soprattutto se volte a diversificare, in quanto associate ad un superiore livello di incertezza. Come sottolineato da numerose ricerche, le acquisizioni per la diversificazione possono richiedere delle importanti ristrutturazioni da parte dell'impresa acquirente, erodere il controllo familiare (Barkema & Schijven 2008b), ridurre il valore dei legami sociali esistenti (Hitt et al., 2001) e necessitare il reclutamento e inserimento di soggetti esterni titolari di diverse e specifiche competenze non disponibili all'interno della famiglia.

Così come ampliamento sostenuto dalla teoria sulla *socio-emotional wealth* (SEW) - che identifica il particolare attaccamento emotivo della proprietà verso l'azienda, che si manifesta con il desiderio di appartenenza e di identificazione, con la perpetuazione dei valori aziendali, con la ricerca del controllo assoluto e con la volontà di garantire continuità alla dinastia familiare – e avvalorato dall'approccio psicologico della *Prospect Theory*, la spinta a preservare lo status quo porta la proprietà a disincentivare la strategia di diversificazione. La preservazione della ricchezza socio-emotiva porta, quindi, ad operare per ridurre il rischio di perdita del controllo.

Nonostante le acquisizioni per la diversificazione siano uno strumento che potrebbe ridurre i rischi di portafoglio e generare ricchezza, richiedono - molte volte - risorse specifiche, sia finanziarie che gestionali, che potrebbero determinare una perdita del capitale socio-emotivo (Eisenmann, 2002; Vermeulen & Barkema, 2001). Alla luce di queste evidenze la diversificazione tende, quindi, molte volte, ad essere limitata in quanto l'apertura verso nuovi business – sia operativi che geografici – potrebbe determinare una riduzione del controllo familiare. La diversificazione con la sua complessità gestionale potrebbe, infatti, richiedere sia ingenti risorse finanziarie, non direttamente possedute dalla famiglia, che l'assunzione di un management esterno. Entrambe le condizioni porterebbero compromettere il controllo familiare sull'impresa. Come dimostrato da Gomez-Mejia et al. (2010) e da Anderson e Reeb (2003) le aziende familiari tendono a diversificare meno delle non familiari e nel caso di attuazione di scelte di crescita per via esterna sono inclini a prediligere la selezione di mercati “noti” e, quindi, indentificano *target* attive nel mercato domestico - piuttosto che in quello internazionale - e in business operativi simili o adiacenti al loro.

²³ Prospect Theory - Kahneman e da Tversky (1979, 1986)

Sulla base del legame famiglia-imprese, insito nella natura delle aziende familiari, la famiglia detentrica del controllo tende a non perseguire scelte strategiche rischiose che possano limitare il loro ruolo o determinare una variazione della cultura aziendale.

Nonostante le teorie sul *family business* condividano e supportino la tesi secondo cui le scelte strategiche sono guidate dai fattori personali e ambientali / congiunturali²⁴ si evidenziano anche prospettive contrastanti relativamente alla propensione di queste aziende ad effettuare acquisizioni per la diversificazione e agli effetti scaturenti dall'implementazione di questa strategia. Dall'analisi della letteratura è chiaramente emerso che non sussiste un'unica evidenza circa la propensione – o meno – delle aziende familiari a selezionare *target* impegnate in settori correlati o diversi. Miller et al. (2010) affermano che le imprese familiari, nel caso in cui implementino strategie di acquisizioni, tendono ad essere maggiormente propense ad effettuare delle acquisizioni diversificate. Per contro, come visto nei precedenti paragrafi, gli studi di Gomez-Meja et al. (2015) mostrano che le imprese familiari, quando decidono di acquisire, preferiscono, invece, acquisizioni in business correlati.

Questi risultati contrastanti evidenziano e suggeriscono come diverse “*contingenze*” influenzano il rapporto tra il coinvolgimento della famiglia nell'impresa e le loro percezioni e valutazioni delle scelte strategiche aziendali. Se da una parte alcuni studiosi identificano la diversificazione come strategia che riduce il controllo familiare, altri la riconoscono come mezzo per favorire la continuità aziendale e, quindi, la gestione della successione dell'azienda soprattutto nel caso in cui gli eredi siano numerosi. In presenza di più eredi la diversificazione potrebbe essere una soluzione per rispondere al bisogno di rendere partecipi tutti i membri alla vita aziendale attribuendo delle specifiche responsabilità per *business unit*. La diversificazione del patrimonio familiare in attività aziendali tra loro differenti facilita, infatti, l'attribuzione ai vari familiari di un ruolo imprenditoriale, consentendo così di evitare eventuali conflitti di leadership. In ogni caso, la diversificazione del patrimonio familiare facilita lo svolgimento dei processi di successione perché dà la possibilità di realizzare diverse opzioni non costringendo tutti i familiari a rimanere vincolati alla proprietà dell'unica attività aziendale (Corbetta, 2010).

Tra i numerosi fattori contingenti, che influenzano la propensione delle aziende familiari ad effettuare la strategia da acquisizione con fini di diversificazione, assumono una particolare importanza le condizioni ambientali in cui opera l'impresa. I comportamenti e le scelte aziendali in condizioni di stabilità o prosperità possono, infatti, differire significativamente da quelli posti in essere in condizioni di avversità. In generale, le crisi economiche impattano notevolmente sulle decisioni aziendali. La recente crisi finanziaria ed economica ha accresciuto la necessità e l'urgenza per le imprese di rivedere il loro *modus operandi* e le loro strategie portandole a implementare strumenti – a volte nuovi – per preservare le loro prestazioni e garantire la loro sopravvivenza. Se da una parte le imprese devono, quindi confrontarsi con nuove condizioni ambientali, come minori livelli di “munificenza” (Wan Yiu et al. 2009), le famiglie proprietarie devono prendere consapevolezza di questa nuova situazione ed attuare – se necessario – importanti cambiamenti strategici. Alla luce della

²⁴ Prospect Theory - Kahneman e da Tversky (1979, 1986)

recente crisi economica e finanziaria, che costituisce uno shock esogeno unico, ci proponiamo di indagare se e come le scelte strategiche delle imprese di famiglia varino in condizioni di stabilità e di crisi.

La maggiore predisposizione delle aziende non familiari verso le operazioni di crescita per via esterna, rispetto alle aziende familiari, trova base anche nelle loro specifiche caratteristiche, oltre che nella loro dimensione. La prima tipologia di imprese si distingue, infatti, per definizione, per una prevalenza dell'interesse economico-finanziario su quello valoriale tale per cui la prospettiva reddituale e di crescita costituiscono i driver decisionali prioritari e principali. Sulla base di tali elementi le aziende non familiari antepongono l'interesse economico accentuando, con un maggiore favore, la possibilità di variare la loro compagine azionaria e gestionale attraverso l'apertura del capitale a soggetti terzi e anche "nuovi". In relazione e in conseguenza a suddette evidenze le aziende non familiari sono, inoltre, mediamente più grandi delle familiari, in quanto caratterizzate da minori vincoli relazionali e dinamiche interne, che, nelle familiari, possono limitare le scelte strategiche e il conseguente reperimento di capitali esterni. Andando ad approfondire le aziende familiari e non familiari italiane si evidenzia come le seconde siano dimensionalmente più grandi.

Inoltre, appare interessante analizzare il comportamento delle aziende familiari comparandolo a quelle delle non familiari per comprendere se e come le loro scelte strategiche variano in presenza di fattori esterni rilevanti. Il lavoro si propone di portare avanti il filone di ricerca che indaga le strategie di crescita delle aziende familiari verificando come le condizioni ambientali condizionano le decisioni aziendali. L'analisi si focalizza sulla comprensione delle caratteristiche delle operazioni in termini di caratteristiche dell'impresa *target* (settore operativo e area geografica) ed è volta ad analizzare se e in che modo la crisi ha inciso sulle scelte di acquisizione delle imprese.

3. METODOLOGIA DELL'ANALISI EMPIRICA

3.1 Il campione e la raccolta dei dati

L'analisi empirica considera le scelte di acquisizione effettuate dalle aziende familiari e non familiari italiane con fatturato superiore ai 50 milioni di euro nell'arco temporale 2000-2014. L'analisi è articolata nel seguente modo: dopo una presentazione del campione di aziende, volta ad evidenziare numerosità, dimensione, localizzazione e situazione economica si procede a studiare, in ottica comparativa, le aziende familiari e le non familiari. In particolare, si rileva la propensione delle aziende monitorate ad attuare acquisizioni per l'internazionalizzazione e acquisizioni per la diversificazione produttiva. Le acquisizioni sono state approfondite anche dal punto di vista temporale per comprendere se un fenomeno rilevante come la crisi economico-finanziaria, delineatasi a partire dal 2008 impattando sull'economia globale e su tutte le tipologie di imprese, abbia o meno portato alla variazione delle scelte strategiche ed operative dalle imprese oggetto d'indagine. Nella fase conclusiva della ricerca si presenta un focus sulle sole aziende familiari preposto ad incrociare il grado di coinvolgimento della famiglia proprietaria in azienda con le scelte di

acquisizione. Nello specifico, si desidera comprendere come un differente livello di partecipazione dei membri della famiglia alla proprietà d'impresa e al Consiglio d'Amministrazione (CdA) incida sulle scelte di acquisizione e sulla variazione dell'approccio strategico, soprattutto in presenza di condizioni economico-strutturali esterne particolarmente sfavorevoli.

Ai fini di analizzare le aziende italiane, per verificare la loro propensione ad effettuare acquisizione e il tipo di operazioni realizzate, in termini di ambito geografico e produttivo, sono stati utilizzati i dati raccolti dall'Osservatorio Italiano dell'Università Bocconi sulle imprese familiari (Osservatorio AUB²⁵) che raccoglie le informazioni relative alle imprese italiane, con particolare riferimento alle familiari, con un fatturato complessivo di 50 milioni di euro al 31 dicembre 2014.

Alla luce delle numerose e differenti definizioni di "impresa familiare" utilizzate in letteratura, è stato scelto di identificare come familiari l'insieme di aziende che rispondono alla seguente definizione elaborata dal *Family Business Group*²⁶: *"A firm, of any size, is a family enterprise if: The majority of votes is in possession of the natural person(s) who established the firm, or in possession of the natural person(s) who has/have acquired the share capital of the firm, or in possession of their spouses, parents, child or children's direct heirs. 2. The majority of votes may be indirect or direct. 3. At least one representative of the family or kin is involved in the management or administration of the firm. Listed companies meet the definition of family enterprise if the person(s) who established or acquired the firm (share capital) or their families or descendants possess 25 per cent of the right vote mandated by their share capital."*

Tale definizione riconosce che le aziende familiari possono avere differenti dimensioni e caratteristiche, possono essere possedute in modo non totalitario, ma maggioritario dalla famiglia fondatrice o dal loro fondatore oppure dalla persona che ha acquisito la società, in modo sia autonomo che congiuntamente ai membri della sua famiglia. Rientrano nella categoria di aziende familiari anche quelle dove sussistono più fondatori non appartenenti alla stessa famiglia e che detengono congiuntamente la quota maggioritaria. Inoltre, come evidenziato dalla definizione, il controllo può avvenire sia in forma diretta che indiretta ed è necessario che almeno un membro della famiglia ricopra i ruoli di governo e di gestione dell'azienda. La definizione data dal GEEF mostra alcuni limiti dal momento che rischia di creare confusione tra aziende imprenditoriali e aziende familiari. Si qualificano, infatti, come familiari sia le aziende fondate da due amici, che non hanno però coinvolto direttamente coniugi e figli nelle aziende, così come quelle costituite da numerosi soci privi di legami di parentela. Alla luce di questa complessità Corbetta (2010) precisa che "la natura familiare" si acquisisce nel solo momento in cui fondatori coinvolgono direttamente nei loro processi decisionali i membri della famiglia di appartenenza poiché, se così non fosse, le aziende assumerebbero i tratti familiari solo nel

²⁵ Osservatorio AUB, promosso da AIdAF, da UniCredit, dalla "Cattedra AIdAF – EY di Strategia delle Aziende Familiari" in memoria di Alberto Falck dell'Università Bocconi e dalla Camera di Commercio di Milano, con la collaborazione di Borsa Italiana e Allianz.

²⁶ *European Business Group*-GEEF è un organo costituito dalla Commissione Europea. Il GEEF è la federazione ombrello pan-europea che raccoglie le associazioni nazionali che rappresentano le imprese familiari piccole, medie o grandi. L'organizzazione è stata creata nel 1997 con il nome di GEEF (*European Group of Owner Managed and Family Enterprises*).

momento della loro fondazione. In questi casi la finalità della longevità e dell'operatività non sono vincolate alla sola evoluzione del nucleo familiare e alle decisioni prese al suo interno. Conseguentemente, in virtù della definizione del GEEF e della precisazione di Corbetta, si dicono "familiari" tutte le aziende la cui maggioranza assoluta di azioni di proprietà è detenuta da una o al massimo da due famiglie. È stata effettuata una ulteriore distinzione tra aziende quotate e non quotate. Nel caso in cui la società non sia quotata, questa viene definita come familiare se posseduta da una famiglia o al massimo due famiglie che sono congiuntamente titolari di una quota minima del 50 per cento delle azioni, capace di garantire un effettivo e stabile controllo. Se l'azienda non è quotata, essa viene considerata familiare se una famiglia, o al massimo due, possiedono una quota minima del 25 per cento del capitale (Andres, 2008; Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Miller et al, 2013, 2014).

Rientrano, invece, all'interno della categoria delle aziende non familiari le seguenti categorie di aziende: Coalizioni AUB, azienda controllata da banche, aziende controllate da Fondi d'investimento o da un Private Equity, Cooperative o Consorzi, Imprese Estere e aziende Statali o Enti locali.

Il campione analizzato si compone di 946 aziende, familiari e non familiari, che hanno effettuato almeno un'operazione di acquisizione tra il 2000 e il 2014. In particolare le imprese familiari costituiscono il 56,9% dell'aggregato (538 aziende) mentre le non familiari il restante 43,1% (408 aziende). Relativamente alle aziende non familiari si evidenzia che questo sotto-insieme di aziende è costituito da: 92 coalizioni (22,5%), 5 aziende controllate da banche (1,2%), 48 aziende controllate da fondi d'investimento (11,8%), 42 cooperative o consorzi (10,2%), 140 imprese estere (34,3%), 81 statali o enti locali (19,9%).

I dati per tutte le imprese del campione, sia familiari che non familiari, sono stati raccolti per il periodo 2000-2014. Il lasso temporale prescelto, 2000-2014, permette di indagare le scelte di acquisizione delle aziende italiane, prima e durante la crisi economica. Ai fini di comprendere come le scelte di acquisizione delle imprese abbiano subito delle variazioni, si è proceduto a scomporre il periodo 2000-2014 in due parti, ottenendo, quindi, due intervalli (2000-2008 e 2009-2014). Il primo lasso temporale, 2000-2008, è stato identificato come il periodo di "*pre-crisi economica*", mentre il secondo (2009-2014), che corrisponde agli anni in cui l'effetto della recessione globale ha maggiormente influenzato le principali economie internazionali, inclusa quella italiana, è stato definito come il "*periodo di crisi*" (Alessandri, Cerrato, & Depperu, 2014). Coerentemente a quanto riportato dall' *European Social Watch Report* (2010), che riconosce l'ultimo trimestre del 2008 come il momento in cui i drammatici effetti della crisi economico-finanziaria hanno iniziato a colpire significativamente l'Europa, e dall'analisi condotta da Banca d'Italia, che sottolinea come dal 2008 lo scenario macroeconomico italiano ha iniziato a mostrare importanti segnali debolezza (Caivano et al., 2010), il 2008 è stato utilizzato come anno c.d. di "*cut-off*", per distinguere i due periodi (pre e post crisi).

Per quanto concerne il reperimento dei dati necessari per lo sviluppo dell'analisi sono state utilizzate differenti fonti. In particolare, i dati di performance economico - finanziaria, incluse l'insieme di informazioni relative al bilancio d'esercizio (stato patrimoniale e conto economico), sono stati raccolti da AIDA e ORBIS, due database di Bureau Van Dijk Electronic Publishing. Le informazioni sulle acquisizioni realizzate durante il periodo di osservazione (2000-2014) sono, invece, state reperite dal database di Zephyr.

Ai fini operativi si precisa che nel database sono state inserite le sole operazioni di acquisizione effettivamente completate: tutti i casi di annunci e di c.d. “*rumors*” sono stati esclusi. Si precisa che sono state monitorate le sole acquisizioni in cui l’*acquiror* ha acquistato il controllo maggioritario della *target* e, quindi, i soli casi dove l’acquirente ha ottenuto almeno il 50% delle quote della società acquisita (la percentuale si abbassa al 25% nel caso in cui l’impresa *target* non sia quotata).

Relativamente alle sole aziende familiari si è anche proceduto a rilevare le informazioni riguardanti la loro struttura proprietaria e di *governance*, ai fini di poter comprendere il reale coinvolgimento dei membri della famiglia proprietaria nella vita d’impresa. I dati e le informazioni sugli assetti proprietari, sul ruolo del primo azionista, sull’evoluzione temporale della struttura proprietaria e delle sue caratteristiche sono stati reperiti dai database della Camera di Commercio di Milano delle aziende italiane. Le informazioni sulla struttura di *Corporate Governance*, comprese quelle relative alla struttura e alla composizione del Consiglio di Amministrazione (ad esempio le informazioni sul numero di amministratori, consiglieri giovani, cariche detenute da familiari e da soggetti esterni, *CEO duality*, etc.) alle informazioni e dati sul CEO, sui consiglieri, sugli consiglieri titolari di quote societarie (come ad esempio, età, sesso, permanenza in carica, legame familiare, azioni, etc.), sono stati raccolti dalle relazioni annuali del governo societario, dal sito web della società, dalla banca dati AIDA, dagli articoli di stampa specializzata.

Al fine di comprendere l’identità, familiare o meno, dei maggiori azionisti - CEO e consiglieri – ci si è basati sulla coincidenza del cognome della famiglia di controllo, sulle relazioni aziendali (Amore, Garofalo, & Minichilli, 2014; Miller et al 2013, 2014, Minichilli. 2015) e sulle informazioni pubbliche, raccolte sui siti web aziendali, con particolare riferimento ai profili dei dirigenti e degli amministratori etc. (Minichilli 2015).

3.2 Variabili e misure

Le variabili utilizzate per l’analisi possono essere raggruppate nelle seguenti macro-categorie:

- Variabili relative alle operazioni di acquisizione;
- Variabili relative a caratteristiche dell’impresa acquirente;
- Variabili relative alla relazione famiglia – impresa (per le sole imprese familiari);
- Altre variabili di *Corporate Governance* (per le sole imprese familiari).

3.2.1 Variabili relative alle operazioni di acquisizione

Ricadono nella categoria “*Variabili relative alle operazioni di acquisizione*” l’insieme delle misure preposte a comprendere la tipologia di acquisizione in termini di localizzazione della *target* (acquisizione domestica vs *crossborder*) e di business operativo (acquisizione per la diversificazione vs acquisizione correlata vs acquisizione nello stesso settore). Rientra in questo gruppo anche la variabile “crisi” che rileva se l’operazione di acquisizione è stata eseguita prima o dopo il 2008 (le acquisizioni effettuate tra il 2000 e il

2008 sono state denominate acquisizioni Pre-crisi mentre quelle concluse tra 2009 e 2014 come operazioni Post-crisi).

Acquisizione crossborder - La variabile rileva se la società che ha effettuato l'acquisizione e la *target* sono localizzate nello stesso paese. Nello specifico, un'acquisizione è definita crossborder se la *target* non è un'azienda italiana. La variabile *Acquisizione crossborder* è calcolata come una dummy che assume valore pari ad 1 nel caso in cui l'azienda abbia realizzato almeno un'acquisizione *crossborder* e valore uguale a 0 in caso contrario.

Acquisizione per la diversificazione - La variabile analizza le caratteristiche dell'operazione di acquisizione di termini di grado di similarità del settore operativo tra la società che ha attuato l'acquisizione e la *target*. Coerentemente alla metodologia presentata da Wang e Zajac (2007) e da Gomez-Mejia (2015), è stato computato il grado di diversificazione tra la società acquirente e la *target* attraverso la comparazione dei loro codici NACE. Nello specifico, sono state identificati tre tipi di acquisizione: acquisizione nello stesso business (in senso stretto), nel caso in cui i primi tre digit del codice NACE coincidano; acquisizione nello stesso business (in senso ampio), se solo i primi due digit del codice NACE coincidono; acquisizione in un business correlato, nel caso in cui non ci sia corrispondenza tra i primi due digit che identificano il settore.

Crisi - La variabile assume valore pari ad 1 nel caso in cui l'azienda abbia realizzato l'acquisizione durante il periodo 2009 – 2014 (periodo post-crisi) e valore pari a 0 in caso contrario (acquisizione effettuata tra il 2000 e il 2008).

3.2.2 Variabili relative a caratteristiche dell'impresa acquirente

Ricadono all'interno della categoria delle “*Variabili relative alle caratteristiche dell'impresa acquirente*” l'insieme delle misure che monitorano età, localizzazione, performance, struttura patrimoniale e debitoria etc. dell'azienda che ha effettuato l'operazione di acquisizione.

Dimensione aziendale - La variabile, calcolata come il valore della produzione dell'impresa, rileva la dimensione dell'azienda che ha realizzato l'acquisizione.

Età aziendale – La misura, che rileva l'età dell'azienda *acquiror*, può essere considerate una buona proxy dell'esperienza aziendale e della sua dotazione di risorse. Si è, infatti, portati a presupporre che all'aumentare dell'età aziendale, l'impresa accresca anche la sua dotazione di risorse e di esperienza.

Localizzazione – La variabile rivela la sede dell'azienda acquirente. Nonostante tutte le *acquiror* analizzate siano italiane, risulta interessante comprendere se la loro localizzazione all'interno del territorio italiano sia un fattore che influenzi la loro propensione ad eseguire l'acquisizione. Per misurare questa variabile sono stati considerati quattro casi, corrispondenti a quattro diverse localizzazioni: Nord-ovest; Nord-Est; Centro; Sud e Isole.

Numero di aziende del gruppo – La variabile rileva se l'azienda è parte di un gruppo societario e, in tal caso, computa il numero di aziende costituenti il gruppo stesso. Questa misura può essere identificata come una ulteriore proxy della dimensione dell'impresa e del gruppo a cui essa afferisce.

Margine operativo lordo - La misura, data dal rapporto tra Ebitda e Ricavi, costituisce una buona proxy della redditività dell'impresa, poichè indica la redditività lorda delle vendite.

Indebitamento - La variabile misura il livello di indebitamento della società che ha realizzato l'acquisizione ed è calcolato come il rapporto tra il debito a lungo termine dell'impresa e il totale attivo. Questa variabile è riconosciuta come una buona proxy della struttura finanziaria dell'azienda acquirente.

ROA (Return on Assets) - La variabile, calcolata come rapporto tra il Reddito Operativo e Totale Attivo, è una proxy delle performance economiche dell'*acquiror*.

ROE (Return on Equity) - La variabile, proxy delle performance reddituali dell'azienda acquirente e del grado di soddisfazione dell'azionista, è stata calcolata come il rapporto tra il Reddito Netto e Patrimonio Netto.

Tasso di crescita dell'impresa - La variabile computa la variazione percentuale annuale del fatturato aziendale e rappresenta una buona proxy della capacità dell'azienda *acquiror* di crescere.

3.2.3 Variabili relative alla relazione famiglia – impresa (per le sole imprese familiari).

Considerando l'obiettivo di comprendere l'implicazione tra il coinvolgimento della famiglia e la propensione aziendale verso le strategie di acquisizioni sono state raccolte anche variabili relative alle sole aziende familiari, per analizzare la partecipazione dei membri della famiglia proprietaria nella vita aziendale in termini sia di grado di coinvolgimento nella proprietà che nella direzione societaria, e altre variabili di *Corporate Governance*.

Concentrazione della proprietà familiare - La variabile rappresenta la percentuale del totale delle azioni direttamente detenute dai membri della famiglia proprietaria. Se la variabile assume un valore prossimo a 1, essa indica una forte concentrazione della proprietà nelle mani di un unico grande *blockholder* familiare, mentre nel caso in cui la variabile assuma un valore prossimo a 0, segnala l'assenza di un unico *blockholder* a favore della presenza di due o tre azionisti della famiglia che detengono un ruolo rilevante, ma quasi identico tra di loro (Minichilli et al. 2015).

Coinvolgimento della famiglia nel Consiglio d'Amministrazione – La variabile, che computa il grado di coinvolgimento della famiglia proprietaria nel governo d'azienda, è calcolata come il rapporto tra il numero di amministratori appartenenti alla famiglia e il numero totale di amministratori costituenti il CdA. Se la variabile assume un valore prossimo a 1, essa indica una forte partecipazione dei membri della famiglia al controllo e al processo decisionale aziendale; per contro, un valore prossimo a 0 segnala una situazione in

cui i membri della famiglia non sono direttamente, o fortemente, coinvolti nelle decisioni strategiche aziendali. Una partecipazione diretta dei membri della famiglia al governo d'azienda ha un importante impatto sul processo decisionale e sulla definizione degli obiettivi strategici e delle priorità d'impresa.

3.2.4 Altre variabili di *Corporate Governance*

Rientrano in questa categoria di variabili, analizzate per le sole aziende familiari, l'insieme di misure volte a rilevare le caratteristiche del Consiglio d'Amministrazione e la struttura di governo.

Numero medio di consiglieri non familiari – La variabile misura il numero medio di consiglieri esterni, divenendo una proxy del grado d'apertura del CdA, e quindi della famiglia, a professionisti non legati da “legami di sangue”.

Età media dei consiglieri - La variabile rileva l'età media del CdA; la presenza di un organo costituito da soggetti mediamente più giovani potrebbe essere indice di una maggiore apertura e, conseguentemente, di una maggiore propensione verso strategie di crescita per via esterna anche maggiormente rischiose.

Percentuale dei consiglieri giovani – La variabile, calcolata come il rapporto tra il numero dei consiglieri giovani sul totale consiglieri, rappresenta la percentuale dei consiglieri giovani (sono stati identificati come “giovani” i consiglieri con età inferiore ai 50 anni).

Amministratore Unico (AU) - La misura rileva se il leader aziendale detiene la carica di AU (forma di governo che ricorre nel contesto italiano dove la posizione di leadership è posseduta da un soggetto che governa l'impresa senza che sia affiancato da un CdA). La variabile è computata come una dummy che assume valore pari a 1 se l'azienda è guidata da un AU e 0 altrimenti.

Presidente Esecutivo (PE) - La variabile rileva se il leader aziendale ricopre la carica di PE (in questa forma di governo non è presente la figura dell'AD). La variabile è computata come una dummy che assume valore pari a 1 se l'azienda è condotta da un PE e 0 altrimenti.

Amministratore Delegato (AD) – La misura analizza se il leader aziendale occupa la posizione di AD; la variabile è computata come una dummy che assume valore pari a 1 se l'azienda è condotta da un AD e 0 altrimenti.

Leadership Collegiale – La variabile rileva se l'azienda è guidata da un team di AD; la variabile è operazionalizzata come una dummy che assume valore pari a 1 se l'azienda è condotta da più di un AD e 0 altrimenti.

CEO duality - La variabile si propone di comprendere se l'Amministratore Delegato della società acquirente è anche Presidente del CdA. La *CEO duality* è codificata una variabile dummy che assume valore pari a 1 se il CEO sia anche Presidente del CdA e 0 altrimenti (Amore et al, 2014; Andres, 2008; Villalonga e Amit, 2006.).

CEO familiare – La variabile è una dummy che assume valore pari a 1 nel caso in cui il CEO appartenga alla famiglia proprietaria e zero in caso contrario (Minichilli et al. 2015). Risulta importante analizzare se il CEO è un membro della famiglia, in quanto l'appartenenza del leader aziendale alla famiglia proprietaria potrebbe essere un ulteriore e rilevante fattore che influenza in modo diretto le scelte e i comportamenti di acquisizione. Walters, Kroll, e Wright (2007) sottolineano come la presenza di un CEO familiare potrebbe aumentare la probabilità di attuare una acquisizione correlata o altrimenti.

3.3 Principali caratteristiche delle imprese analizzate

3.3.1 Localizzazione, età e performance delle imprese

Ai fini di comprendere in modo più dettagliato e completo le caratteristiche delle 946 aziende selezionate, è opportuno delineare un loro profilo a livello sia aggregato che per sottogruppo (familiari e non familiari), analizzando la distribuzione del campione per localizzazione, età e situazione economico-finanziaria.

	Aziende Familiari	Aziende Non Familiari	Aziende Familiari e Aziende Non Familiari
Nord Ovest	49,4%	49,0%	49,3%
Nord Est	30,8%	27,7%	29,5%
Centro	14,7%	20,4%	17,1%
Sud ed Isole	5,1%	2,9%	4,1%
Totale	100%	100%	100%

Tabella 1: Localizzazione delle aziende italiane che hanno realizzato almeno una operazione di acquisizione tra il 2000 e il 2014 (N=946)

Dal punto di vista della localizzazione territoriale (Tabella 1) emerge come la netta maggioranza delle aziende analizzate risiede nel Nord Italia e, in particolare, nelle regioni del Nord Ovest: il 49,3% delle imprese è localizzata in una regione del Nord Ovest mentre il 29,5% in una del Nord Est. Le aziende collocate nel centro Italia sono il 17,1% mentre risultano pari a solo il 4,1% quelle localizzate nelle regioni del Sud e nelle Isole. Non si rilevano particolari differenze nella distribuzione geografica tra imprese familiari e non familiari. Tuttavia, vale la pena osservare che le aziende non familiari localizzate nelle regioni del Nord Est sono meno numerose delle familiari collocate in quell'area (30,8% delle imprese familiari rispetto al 27,7% delle non familiari) e che queste aziende appaiono, invece, più presenti nelle aree del centro Italia (20,4% delle aziende non familiari rispetto al 14,7% delle familiari).

Emerge come nel Nord Italia risiedano più della maggioranza delle aziende del campione. Tale dato porta ad ipotizzare che queste regioni costituiscono un territorio più favorevole alla crescita e allo sviluppo aziendale in quanto, tendenzialmente, caratterizzato da una superiore connessione con gli stati esteri. La collocazione territoriale, in molti casi, può costituire un fattore che impatta sulle scelte strategiche aziendali, poiché alcuni tessuti imprenditoriali risultano più dinamici, "aperti", innovativi e, conseguentemente, in

grado di favore anche una superiore propensione aziendale a crescere e ad attuare strategie maggiormente rischiose.

	Aziende Familiari	Aziende Non Familiari	Aziende Familiari e Aziende Non Familiari
Molto Giovani	9,7%	17,5%	13,1%
Giovani	26,3%	39,6%	32,0%
Adulte	44,2%	28,2%	37,3%
Longeve	19,8%	14,7%	17,6%
Totale	100%	100%	100%

Tabella 2: Età delle aziende italiane che hanno realizzato almeno una operazione di acquisizione tra il 2000 e il 2014 (N=946)

Per comprendere le caratteristiche del campione è interessante valutare anche l'età anagrafica (Tabella 2) effettiva delle aziende studiate (età calcolata al 31.12.2014, momento coincidente con la rilevazione dell'ultimo dato aziendale disponibile). Dal punto di vista dell'età anagrafica si nota che l'aggregato è dotato di un'età media pari a 32,3 anni (35,1 anni è l'età media per le aziende familiari, 28,6 per le non familiari). Scomponendo il campione secondo quattro classi d'età²⁷ emerge che il 13,1% dell'aggregato ha un'anzianità inferiore ai 10 anni (molto giovani), il 32% è attivo da un numero di anni compreso tra 11 e 25 (giovani), il 37,3% è operativo dai 26 ai 50 anni (adulte) mentre il 17,6% svolge attività d'impresa da oltre 51 anni (longeve). La comparazione tra imprese familiari e non familiari evidenzia chiaramente come le prime siano più longeve: il 64% di queste aziende è attiva da oltre 25 anni, rispetto al 42,9% delle non familiari. Considerando le quattro classi d'età identificate emerge, in particolare, che la maggioranza delle aziende familiari appartiene alla classe di aziende "adulte" (rappresentano il 44,2% del totale delle imprese guidata da una famiglia proprietaria), mentre la prevalenza (39,6%) delle imprese non familiari presenta un'esperienza operativa compresa tra gli 11 e i 25 anni (aziende c.d. giovani). Si rileva, inoltre, che le aziende non familiari operative da meno di dieci anni sono pari al 17,5% (rispetto al 9,7% delle familiari) e che quelle con età superiore ai 50 anni sono il 14,7% (in comparazione al 19,8% delle familiari).

Per approfondire le caratteristiche del campione, comprendendone meglio le scelte operative e strategiche, è interessante analizzare il loro "stato di salute" effettuando una comparazione tra aziende familiari e non familiari. Dal punto di vista aggregato (aziende familiari e non familiari) il valore medio della produzione complessiva del campione (aziende familiari e non familiari) è pari a 1,06 miliardi di euro e il reddito medio operativo è uguale a circa 86,1 milioni di euro. Dal punto di vista degli indicatori di performance reddituale il campione presenta un rapporto Ebitda/vendite medio pari a 12,6, un ROA del 4,7% e un ROE pari al 5,8%. Per quanto concerne la struttura debitoria le aziende analizzate mostrano una tendenziale situazione di "dipendenza da finanziatori terzi" (rapporto medio d'indebitamento uguale a 6), il

²⁷ Ai fini di questa distribuzione sono state identificate quattro classi d'età corrispondenti ai seguenti range temporali. Un'azienda si dice *Molto Giovane* se presenta un'età compresa tra 0 e 10 anni, *Giovane* se attiva da un periodo incluso tra gli 11 e i 25 anni, *Adulta* se operativa da un numero di anni compreso tra 26 e 50 e *Longeva* se è stata costituita da oltre 51 anni.

debt equity ratio medio è pari a 1,3, e la Posizione Finanziaria Netta media ammonta a circa 205,7 milioni di euro. La comparazione tra aziende familiari e non familiari dimostra delle differenze tra i due aggregati. In particolare, il sotto-insieme delle aziende familiari è dimensionalmente più piccolo (la dimensione è valutata sulla base del valore di produzione al 31.12.2014), poiché si caratterizza per un valore della produzione medio uguale a circa 986,5 milioni di euro, a differenza di quello delle aziende non familiari che presenta un valore medio della produzione pari a 1,16 miliardi di euro. Questo dato potrebbe essere, almeno in parte, spiegato dalla sussistenza di una forte partecipazione familiare, dal momento che in presenza di una guida familiare accresce anche la propensione ad operare in modo da tutelare sia la sopravvivenza dell'azienda che la continuità e la stabilità del controllo della famiglia. La combinazione di questi fattori (guida e controllo familiare) porta ad accrescere l'avversione al rischio e la predilezione verso strategie che possono sacrificare la crescita aziendale, ma che permettono di tutelare l'accentramento del controllo, la continuità proprietaria, garantendo la partecipazione duratura dei membri della famiglia alla vita direzionale aziendale. La superiore dimensione delle aziende non familiari trova, inoltre, conferma nella loro struttura aziendale: l'analisi delle loro strutture di gruppo ha, infatti, rivelato che il numero medio di aziende costituenti i gruppi aziendali non familiari è superiore rispetto a quello dei gruppi familiari.

Un ulteriore confronto tra i risultati economico-finanziari mostra che le imprese familiari presentano, infatti, un ROA medio uguale al 5,4% (rispetto al 3,8% delle non familiari) e un ROE pari a 7,7% (4,3 punti percentuali più elevato di quello registrato dall'altro sotto-gruppo). Sebbene il ROA e il ROE delle aziende familiari siano superiori di quello delle non familiari, il loro rapporto medio EBITDA/Vendita appare leggermente più basso di quello delle aziende non familiari (12,4% delle aziende familiari vs 13% delle non familiari). Relativamente alla struttura debitoria e finanziaria emerge, invece, un sostanziale allineamento tra i due sottogruppi: le imprese non familiari si caratterizzano per un Rapporto d'indebitamento pari a 6,1 rispetto al 5,9 delle aziende familiari. Inoltre, la posizione finanziaria netta delle aziende familiari raggiunge i 149,6 milioni di euro mentre quella delle aziende non familiari è quasi pari al doppio (278,1 milioni di euro); in entrambi i sotto-gruppi si rileva un *debt equity ratio* uguale a 1,3.

3.3.2 La distribuzione delle acquisizioni tra imprese familiari e non familiari

Tra il 2000 e il 2014 le imprese analizzate (imprese familiari e non familiari), hanno realizzato 2.292 operazioni di acquisizione (numero medio di acquisizioni per azienda pari a 2,4). Nonostante le aziende familiari siano il sotto-insieme che ha effettuato il maggior numero delle acquisizioni (1235 operazioni nonché il 53,9% del totale delle acquisizioni), appaiono al contempo il sotto-gruppo meno propenso ad acquisire poiché il numero medio di acquisizioni da esse realizzato, tra il 2000 e il 2014, è pari a 2,3, rispetto alla media di 2,6 operazioni di acquisizione registrata dalle aziende non familiari (si ricorda che le imprese non familiari sono pari a 408 e che hanno realizzato 1057 acquisizioni).

	2000 – 2004	2005 – 2008	2009 – 2011	2011 – 2014	Totale
Aziende Familiari	34,4%	28,5%	19,7%	17,4%	100%
Aziende Non Familiari	36,4%	31,3%	18,3%	14,0%	100%
Aziende Familiari e Aziende Non Familiari	35,3%	29,8%	19,0%	15,8%	100%

Tabella 3: Distribuzione temporale delle acquisizioni effettuate dalle aziende italiane tra il 2000 e il 2014 (N=2.292)

Considerando il trend temporale (Tabella 3) delle acquisizioni, a livello aggregato, è possibile notare come la propensione delle aziende a realizzare acquisizioni sia variata nel tempo poiché, suddividendo il *range* temporale 2000-2014 in quattro blocchi si rileva una tendenziale riduzione. In particolare, si nota che il 35,3% delle operazioni sono concentrate tra il 2000 e il 2004, il 29,8% tra il 2005 e il 2008, il 19% tra il 2009 e il 2011 e solo il restante 15,9% tra il 2012 e il 2014.

La dinamica evidenziata indica come la crisi economico - finanziaria ha condizionato le scelte strategiche del campione. Considerando il 2008 come “*anno limite*” e identificando i due periodi 2000-2008 (pre-crisi) e 2009-2014 (post-crisi) si nota che le acquisizioni realizzate dopo il 2008 sono circa la metà di quelle conseguite nel primo range temporale. La medesima dinamica si presenta anche all’interno dei due sottoinsiemi: sia le aziende familiari che le non familiari hanno realizzato meno acquisizioni (la contrazione delineatasi tra le aziende non familiari è più evidente) in seguito alla congiuntura esterna sfavorevole.

L’approfondimento di questa dinamica – in relazione ai quattro periodi identificati – denota come entrambi gli aggregati abbiano intrapreso un percorso continuo di riduzione delle acquisizioni e di come tra le aziende familiari questo percorso sia stato più graduale rispetto alle non familiari²⁸. Considerando separatamente il comportamento delle aziende familiari e delle non familiari emerge, infatti, come le prime abbiano realizzato, tra il 2000 e il 2004, il 34,4% delle acquisizioni (rispetto al 36,4% delle aziende non familiari), il 28,5% delle operazioni tra il 2005 e il 2008 (rispetto il 31,3% delle non familiari), il 19,7% tra il 2009 e il 2011 (rispetto il 18,3% delle aziende non familiari) e il 17,4% tra il 2012 e il 2014 (in comparazione al 14% delle imprese non familiari).

Ai fini di comprendere in modo più approfondito le scelte di acquisizione delle aziende analizzate, è rilevante monitorarne le caratteristiche e, in particolare, verificare quali siano le specificità delle aziende acquisite sia in termini di business operativo che di localizzazione territoriale. La scomposizione del numero totale di acquisizioni per settore operativo e localizzazione della *target* evidenzia che nel corso del periodo analizzato le imprese studiate hanno preferito selezionare *target* diversificate dal punto di vista operativo. In particolare, si nota che il 57,3% delle acquisizioni ha avuto ad oggetto una *target* attiva in un settore differente da quello dell’azienda *acquiror* (operazioni di acquisizione finalizzate alla diversificazione) e che il 63,1% delle operazioni hanno, invece, avuto ad oggetto l’acquisizione di una azienda attiva in Italia.

²⁸ Le imprese familiari così come le non familiari presentano una forte differenza tra il ruolo delle acquisizioni prima e dopo il 2008.

3.3.3 Acquisizioni nello stesso settore versus acquisizioni per la diversificazione

Per quanto concerne la tipologia di business operativo, è stato indagato se l'impresa *target* fosse attiva nello stesso settore dell'azienda acquirente oppure in un business con correlato o in uno non correlato.

	Stesso Settore	Settore Correlato	Settore non correlato	Totale
Aziende Familiari	32,7%	10,4%	56,9%	100%
Aziende Non Familiari	29,5%	12,8%	57,7%	100%
Aziende Familiari e Aziende Non Familiari	31,2%	11,5%	57,3%	100%

Tabella 4: Acquisizioni e settore operativo dell'azienda acquisita

Dal punto di vista aggregato emerge che sia le aziende familiari che le non familiari tra il 2000 e il 2014 hanno effettuato soprattutto acquisizioni per la diversificazione (Tabella 4), prediligendo, quindi, *target* attive in business differenti rispetto al loro principale ambito operativo (il 57,3% delle operazioni di acquisizione). Le acquisizioni in settori correlati, ossia le operazioni aventi ad oggetto una *target* attiva in un business simile (non identico) a quello principale dell'*acquiror*, rappresentano la minoranza delle operazioni, costituendone solo l'11,5% del totale. Tale risultato dimostra come le imprese analizzate prediligono acquisizioni di aziende attive o nello stesso business o in un settore molto differente dal loro²⁹. Quanto emerge porta a desumere che le acquisizioni effettuate costituiscono o uno strumento volto a rafforzare l'azienda acquirente all'interno del loro *core business* oppure rappresentano una strategia volta, principalmente, ad accrescere e ad ampliare il loro ambito operativo in nuove aree con l'obiettivo di diversificare il rischio di portafoglio.

Analizzando le scelte di acquisizione in termini di settore operativo dell'azienda acquisita e di "momento/anno" in cui è stata effettuata l'operazione, non si rilevano differenze significative nelle acquisizioni tra il periodo pre e post crisi. Lo studio evidenzia, infatti, che sia tra il 2000 e il 2008 che tra il 2009 e il 2014 hanno prevalso le acquisizioni di aziende attive in business differenti da quelli dell'*acquiror* o di aziende attive nello stesso business. Il confronto tra i due periodi temporali denota come la propensione verso la scelta di *target* operative attive in business diversi sia accresciuta dopo il 2008³⁰: questo tipo di acquisizioni, che costituiva il 55,8% delle acquisizioni realizzate tra il 2000 e il 2008, è andato a costituire ben il 60% del totale delle operazioni conseguite dopo la crisi. La crescita delle acquisizioni diversificate è avvenuta, in particolare, a discapito di quelle nello stesso settore, che hanno, invece, conosciuto una contrazione del loro grado di rilevanza, passando dal 32,1% al 29,6% (le acquisizioni correlate si sono ulteriormente ridotte, passando dal 12,1% al 10,3%).

²⁹ T-Test rivela che la differenza tra le medie delle acquisizioni nello stesso business e in business correlati è statisticamente significativa così come quella tra la media delle acquisizioni nello stesso business e per la diversificazione e quella tra la media delle acquisizioni in settori correlati e per la diversificazione (i p-value sono sempre < 0.001). Il risultato emerge sia a livello aggregato (familiari e non familiari) che all'interno di ogni sottogruppo (familiari e non familiari).

³⁰ Il T-Test è statisticamente significativo (p-value <0,001).

Prendendo separatamente le aziende familiari e le non familiari si nota un comportamento molto simile: entrambe le categorie prediligono nettamente le acquisizioni per la diversificazione a quelle correlate e nello stesso settore. In particolare, emerge che sono le imprese non familiari le aziende che hanno effettuato il maggior numero di acquisizioni diversificate (57,7% rispetto al 56,9% delle familiari) mentre le familiari tendono ad essere più propense a realizzare operazioni all'interno dello stesso settore (la percentuale di acquisizioni nello stesso settore effettuate dalle aziende familiari costituisce il 32,7% rispetto al 29,5% delle non familiari)³¹.

Lo studio del comportamento dei singoli sotto-gruppi per periodi temporali mette in luce delle interessanti differenze: le imprese familiari hanno modificato le loro scelte di acquisizione, in termini di settore operativo della *target*, in modo più evidente rispetto alle non familiari. Se da una parte le aziende familiari hanno accresciuto la loro propensione verso *target* attive in settori diversificati, le aziende non familiari hanno mantenuto sostanzialmente invariato il loro comportamento. Il peso delle acquisizioni per la diversificazione da parte delle imprese familiari è infatti aumentato di circa 10 punti percentuali dopo la crisi finanziaria. Analizzando nel dettaglio il comportamento delle aziende familiari si nota che il peso delle acquisizioni nello stesso settore è invece diminuito dopo il 2008, passando dal 35,1% al 28,6%, così come quello delle acquisizioni di tipo correlato che si è ridotto dal 10,9% al 9,4% (il peso delle acquisizioni diversificate è sceso dal 53,9% al 62%).

Relativamente alle aziende non familiari, si nota che il peso delle acquisizioni per la diversificazione, prima e dopo la crisi finanziaria, è rimasto sostanzialmente il medesimo (57,9% conseguite prima del 2008 rispetto al 57,2% realizzate dopo il 2009), mentre quello delle acquisizioni nello stesso settore è incrementato dal 28,8% al 31,1% e quello delle acquisizioni correlate si è ridotto dal 13,3% all'11,7%. Sulla base di questi dati è possibile evidenziare come la crisi abbia avuto un impatto maggiore sulle scelte strategiche delle aziende familiari rispetto a quello delle aziende non familiari e di come tale variabile esogena abbia favorito la diversificazione operativa. Questo risultato è in linea con quanto evidenziato in altri studi sulle imprese familiari (Gomez-Mejia et al., 2001; Anderson e Reeb, 2003) che evidenziano come la diversificazione, soprattutto in settori non correlati, costituisca anche una strategia volta ad incrementare la continuità aziendale in quanto strumento preposto a diversificare il portafoglio e a ridurre il rischio operativo. L'analisi mostra come la diversificazione rappresenta anche un mezzo adeguato – ed utilizzato – per ampliare l'azienda in modo da favorire il coinvolgimento di un numero maggiore di membri della famiglia. Così come riconosciuto dalla letteratura, la diversificazione costituisce uno strumento che incentiva e determina la creazione o lo sviluppo di una struttura aziendale piramidale o di gruppo dove sono presenti numerose società, attive in business tra diversi, ognuna guidata da un membro della famiglia proprietaria.

³¹ Il T-Test relativo alla differenza delle medie tra acquisizioni per la diversificazione e acquisizioni correlate e tra acquisizioni nello stesso business e correlate è statisticamente significativo (p-value <0,001).

3.3.4. Acquisizioni domestiche versus acquisizioni internazionali

	Italia	Europa	Extra Europa	Totale
Aziende Familiari	54,9%	30,8%	14,3%	100%
Aziende Non Familiari	73,0%	17,7%	9,3%	100%
Aziende Familiari e Aziende Non Familiari	63,1%	24,8%	12,1%	100%

Tabella 5: Acquisizioni e localizzazione delle aziende acquisite

Dal punto di vista della localizzazione della *target* emerge come il campione, tra il 2000 e il 2014, abbia prediletto la scelta di aziende localizzate in Italia (Tabella 5). In particolare, si rileva che il 63,1% delle acquisizioni sono state domestiche³². Relativamente alle acquisizioni internazionali, si nota che prevalgono quelle europee (24,8%) rispetto a quelle extra-europee (12,1%).

Attuando una comparazione tra aziende familiari e non familiari, sebbene il comportamento di entrambi i sotto-gruppi rispecchi la tendenza a livello aggregato, si osserva chiaramente come le aziende familiari abbiano una superiore predilezione verso le operazioni oltre i confini nazionali. Le imprese familiari hanno, infatti, effettuato il 54,9% delle acquisizioni in Italia, il 30,8% in Europa e il 14,3% fuori dai confini europei rispetto alle aziende non familiari che hanno acquisito il 73% delle *target* in Italia (circa il 20% in più delle familiari), il 17,7% in Europa e il 9,3% negli altri Paesi fuori dall'Europa.

A livello aggregato la crisi non appare però un fattore che ha modificato in modo rilevante le scelte di acquisizione delle imprese del campione: sia nel periodo pre che post crisi hanno prevalso le acquisizioni domestiche e la minoranza delle operazioni permane quella costituita da *target* extra europei. In particolare, si denota che le acquisizioni di imprese italiane sono accresciute del 3,1% (dal 62% al 65,1%) mentre le operazioni aventi ad oggetto un'azienda europea sono diminuite del 2,1% (dal 25,6% al 23,5%) e quelle extra europee si sono contratte dell'1% (dal 12,4% all'11,4%).

Nonostante a livello aggregato le aziende del campione non abbiano modificato in modo importante le loro scelte di acquisizione in termini di localizzazione della *target*, si evidenzia, invece, come le variazioni rilevate nei singoli sotto-insiemi siano, invece, più significative ed interessanti. Le imprese familiari hanno accresciuto dopo la crisi le acquisizioni domestiche (dal 53,8% al 56,7%) a discapito di quelle europee (dal 31,5% al 29,6%) ed extra europee (dal 14,8% al 13,7%). Anche tra le imprese non familiari le acquisizioni domestiche si sono ulteriormente affermate dopo la crisi, rappresentando ben oltre i tre quarti delle operazioni (dal 71% al 76,2%) a discapito delle operazioni internazionali che si sono ridotte (le acquisizioni di *target* europee sono diminuite dal 19,2% al 15,5% così come quelle di *target* extra europee che sono passate dal 9,8% all'8,3%).

³² Differenza statisticamente significativa (T-Test - p-value <0,001)

3.3.5 Distribuzione delle acquisizioni in base a localizzazione e settore produttivo della *target*

Al fine di comprendere in modo più dettagliato le scelte effettuate dalle aziende analizzate risulta, interessante indagarne le loro strategie di acquisizione combinando localizzazione e settore operativo della *target*.

Considerando il totale delle operazioni effettuate tra il 2000 e il 2014 emerge che la tipologia di acquisizione prediletta è quella domestica e per la diversificazione: il 35,6% delle acquisizioni ha avuto ad oggetto una *target* italiana attiva in un settore differente dall'azienda acquirente. Per contro, la strategia adottata in modo minore è rappresentata dall'acquisizione internazionale di tipo correlato in quanto solo il 3,8% delle *target* rientra in tale categoria (Tabella 6).

Un'approfondita comparazione tra i due sotto-gruppi evidenzia che, nonostante una complessiva similarità tra le strategie implementate, sussistono alcune differenze tra le scelte di acquisizione dei due aggregati poiché tra le aziende familiari il ruolo delle acquisizioni estere nello stesso business è molto più rilevante che nelle non familiari (17% delle familiari rispetto al 7,0% delle aziende non familiari³³) dove, invece, assumono un peso più significativo le operazioni domestiche nello stesso business (15,9% delle aziende familiari in confronto al 26,0% delle non familiari³⁴). Ulteriore differenza si denota tra le operazioni aventi ad oggetto una *target* attiva in un settore differente da quella dell'*acquiror*. In particolare, relativamente alle operazioni effettuate dalle familiari aventi ad oggetto una *target* attiva in un settore diverso da quello dell'azienda acquirente, si nota che il 23,9% delle acquisite ha sede in un paese estero (rispetto al 15,6% di quelle delle aziende non familiari) e che il 32,7% è collocato entro i confini nazionali (in comparazione al 38,9% delle non familiari)³⁵.

	Acquisizioni crossborder							
	Stesso Business		Settore Correlato		Settore non correlato		Totale	
	N	%	N	%	N	%	N	%
Aziende Familiari	205	17,0%	51	4,2%	288	23,9%	544	45,1%
Aziende Non Familiari	74	7,0%	34	3,2%	166	15,6%	274	25,8%
Aziende Familiari & Aziende Non Familiari	279	12,3%	85	3,8%	454	20,0%	818	36,1%

³³ Il T-Test è statisticamente significativo (p-value <0,001)

³⁴ Il T-Test è statisticamente significativo (p-value <0,001)

³⁵ Il T-Test è statisticamente significativo (p-value <0,001)

	Acquisizioni in Italia							
	Stesso Business		Settore Correlato		Settore non correlato		Totale	
	N	%	N	%	N	%	N	%
Aziende Familiari	192	15,9%	75	6,2%	394	32,8%	661	54,9%
Aziende Non Familiari	277	26,0%	99	9,3%	414	38,9%	790	74,2%
Aziende Familiari & Aziende Non Familiari	469	20,7%	174	7,6%	808	35,6%	1451	63,9%

Tabella 6: Distribuzione del totale delle operazioni per settore dell'azienda acquisita

Considerando separatamente le acquisizioni per localizzazione della *target* si nota, relativamente alle operazioni aventi ad oggetto un'azienda localizzata fuori dall'Italia (Tabella 7), che a livello aggregato (imprese familiari e non familiari) prevalgono le operazioni aventi ad oggetto una azienda operante in un settore differente da quello dell'*acquiror* (55,5%). Comparando imprese familiari e non familiari, emerge che le familiari sono più propense verso le acquisizioni *crossborder* nello stesso business rispetto alle imprese non familiari (37,7% delle familiari vs 27% delle non familiari), che, a loro volta, attuano un numero minore di acquisizioni internazionali dove la *target* estera è attiva in un settore differente (60,6% delle imprese familiari rispetto al 52,9% delle non familiari) o correlato (9,4% delle familiari rispetto al 12,4% delle non familiari) da quello dell'azienda acquirente.

	Acquisizioni crossborder							
	Stesso Business		Settore Correlato		Settore non correlato		Totale	
	N	%	N	%	N	%	N	%
Aziende Familiari	205	37,7%	51	9,4%	288	52,9%	544	100,0%
Aziende Non Familiari	74	27,0%	34	12,4%	166	60,6%	274	100,0%
Aziende Familiari & Aziende Non Familiari	279	34,1%	85	10,4%	454	55,5%	818	100,0%

Tabella 7: Distribuzione del totale delle operazioni con target crossborder per settore dell'azienda acquisita

	Acquisizioni in Italia							
	Stesso Business		Settore Correlato		Settore non correlato		Totale	
	N	%	N	%	N	%	N	%
Aziende Familiari	192	29,0%	75	11,3%	394	59,7%	661	100,0%
Aziende Non Familiari	277	35,1%	99	12,5%	414	52,4%	790	100,0%
Aziende Familiari & Aziende Non Familiari	469	32,3%	174	12,0%	808	55,7%	1451	100,0%

Tabella 8: Distribuzione delle operazioni con target italiana per settore dell'azienda acquisita

Anche in relazione alle acquisizioni domestiche (Tabella 8), si sottolinea che le aziende analizzate tendono a preferire quelle per la diversificazione (57,7%), seguite da quelle nello stesso business (29,9%) e da quelle in settori correlati (12,4%). Sono soprattutto le imprese familiari a realizzare acquisizioni domestiche volte alla diversificazione (59,7% rispetto al 55,9% delle non familiari); le aziende non familiari effettuano, invece, un numero superiore di operazioni di acquisizione nello stesso business (6,1 punti percentuali in più: 29,0% delle imprese familiari in confronto al 35,1% delle non familiari).

La comparazione delle scelte di acquisizioni tra imprese familiari e non familiari evidenzia comportamenti simili tra i due sottoinsiemi di aziende nel caso in cui la *target* sia domestica, mentre si notano delle maggiori diversità nel caso in cui l'impresa acquisita non sia italiana. Nel caso di acquisizioni internazionali le aziende non familiari presentano una superiore predilezione verso la realizzazione di acquisizione per la diversificazione (il 60,6% delle acquisizioni effettuate da una azienda non familiare ha ad oggetto una società attiva in un settore differente *dall'acquiror* rispetto al 52,9% di quelle familiari)³⁶. Tale dato indica una maggiore propensione delle imprese non familiari verso la realizzazione di operazioni caratterizzate da un superiore profilo di rischio.

Emergono, quindi, delle differenze nel comportamento tra aziende familiari e non familiari nel caso in cui si considerano le strategie d'internazionalizzazione, mentre la crescita nel mercato domestico presenta somiglianze molto più forti.

3.3.6 Crisi economica e scelte di acquisizione delle imprese

Riconosciuta la maggiore predilezione delle aziende analizzate verso l'attuazione di strategie di acquisizione domestiche in business non correlati, è rilevante verificare se la crisi economico-finanziaria abbia – o meno – costituito un fattore che ha determinato la variazione delle scelte e delle preferenze di acquisizione del campione.

Dalla comparazione tra le scelte pre e post crisi (Tabella 9) si nota che in entrambi i periodi le acquisizioni domestiche per la diversificazione sono stata la tipologia di operazioni prevalente, e in crescita nel periodo post crisi (costituiscono il 35,3% delle acquisizioni pre crisi e il 38,5% di quelle post crisi), mentre

³⁶ Differenza non statisticamente significativa (p-value >0,001)

quelle *crossborder* in settori correlati rappresentano la strategia meno adottata, oltretutto in contrazione (corrispondono al 4,3% delle acquisizioni effettuate tra il 2000 e il 2008 e il 3% di quelle successive al 2008). In generale, dopo la crisi, si rileva, che se da una parte sono diminuite le operazioni *crossborder* nello stesso business sono, invece, leggermente aumentate quelle domestiche. Inoltre, le acquisizioni in business correlati sono diminuite – sia in Italia che all'estero – così come quelle per la diversificazione sono cresciute.

	Acquisizioni crossborder			Totale
	Stesso Business	Settore Correlato	Settore Diversificato	
2000-08	13,6%	4,3%	20,1%	38,0%
2009-14	10,6%	3,0%	21,1%	34,7%

	Italia			Totale
	Stesso Business	Settore Correlato	Settore non correlato	
2000-08	18,6%	8,1%	35,3%	62,0%
2009-14	19,5%	7,3%	38,5%	65,3%

Tabella 9: Distribuzione delle acquisizioni per ambito produttivo e geografico e per arco temporale

Considerando le sole acquisizioni *crossborder* (Tabella 10) si evidenzia che dopo la crisi queste operazioni sono aumentate di 8 punti percentuali a discapito, in particolare, di quelle nello stesso settore, che sono diminuite del 5,4% e costituiscono il 30,5% delle operazioni realizzate dopo il 2008.

	Acquisizioni crossborder							
	Stesso Business		Settore Correlato		Settore Diversificato		Totale	
	N	%	N	%	N	%	N	%
2000-08	198	35,9%	62	11,2%	292	52,9%	552	100,0%
2009-14	81	30,5%	23	8,6%	162	60,9%	266	100,0%

Tabella 10: Totale campione: distribuzione del totale delle operazioni con target crossborder per settore dell'azienda acquisita e arco temporale

Approfondendo le sole acquisizioni di *target* italiane (Tabella 11), emerge che dopo la crisi le acquisizioni per la diversificazione sono leggermente aumentate (+2,1%), rappresentando il 59% delle operazioni realizzate dopo il 2008, mentre quelle nello stesso settore e in business correlati si sono ridotte in modo poco significativo.

	Acquisizioni in Italia							
	Stesso Business		Settore Correlato		Settore non correlato		Totale	
	N	%	N	%	N	%	N	%
2000-08	270	30,0%	118	13,1%	513	56,9%	901	100,0%
2009-14	149	29,8%	56	11,2%	295	59,0%	500	100,0%

Tabella 11: Totale campione: distribuzione del totale delle operazioni con target italiana per settore dell'azienda acquisita e per periodo temporale

Così come emerso dalle precedenti analisi, le aziende familiari favoriscono le strategie di acquisizione diversificate, sia domestiche che *crossborder*, mentre scelgono in modo limitato strategie di acquisizioni in business correlati, soprattutto nel caso in cui la *target* non sia italiana.

3.3.6.1 Aziende familiari e acquisizioni nei periodi pre e post crisi

La comparazione delle scelte di acquisizione pre e post crisi delle aziende familiari (Tabella 12) evidenzia che, in entrambi i periodi, le acquisizioni domestiche per la diversificazione sono maggioritarie, e in crescita (costituiscono il 31,1% delle acquisizioni pre crisi e il 35,4% di quelle post crisi), mentre le operazioni *crossborder* in settori correlati rappresentano la strategia meno adottata, oltretutto in contrazione dopo il 2008 (costituiscono il 4,6% delle acquisizioni tra il 2000 e il 2008 e il 3,6% di quelle successive al 2009). Inoltre, si rileva che in seguito alla crisi la tipologia di operazioni nello stesso business che si è ridotta maggiormente è quella con *target* estera (da 19,1% a 13,5%)³⁷.

	Acquisizioni crossborder			Totale
	Stesso Business	Settore Correlato	Settore non correlato	
2000-08	19,1%	4,6%	22,5%	46,2%
2009-14	13,5%	3,6%	26,2%	43,3%

	Acquisizioni in Italia			Totale
	Stesso Business	Settore Correlato	Settore non correlato	
2000-08	16,1%	6,6%	31,1%	53,8%
2009-14	15,7%	5,6%	35,4%	56,7%

Tabella 12: Aziende familiari: distribuzione del totale delle operazioni per settore dell'azienda acquisita e per periodo temporale

Considerando le sole operazioni aventi ad oggetto una *target* estera (Tabella 13), si nota che in seguito alla crisi le acquisizioni diversificate sono aumentate di circa 12 punti percentuali a discapito, in particolare, di quelle nello stesso settore che sono, invece, diminuite di 10 punti percentuali, costituendo il 31,1% delle operazioni realizzate dopo il 2008.

	Acquisizioni crossborder							
	Stesso Business		Settore Correlato		Settore Diversificato		Totale	
	N	%	N	%	N	%	N	%
2000-08	145	41,3%	35	10,0%	171	48,7%	351	100,0%
2009-14	60	31,1%	16	8,3%	117	60,6%	193	100,0%

Tabella 13: Aziende familiari: distribuzione del totale delle operazioni con target crossborder per settore dell'azienda acquisita e per periodo temporale

³⁷ Le acquisizioni domestiche nello stesso business sono passate dal 16,1% al 15,7%. La differenza non è statisticamente significativa (p-value > 0,1).

Approfondendo le sole acquisizioni domestiche (Tabella 14), emerge che, in seguito alla crisi, le operazioni di acquisizioni per la diversificazione sono aumentate di circa 7 punti percentuali e rappresentano il 64,5% del totale delle operazioni realizzate dopo il 2008, mentre quelle nello stesso settore e in business correlati si sono ridotte. In particolare, le acquisizioni di *target* italiane attive in settori correlati sono la tipologia di operazioni che ha subito una maggiore riduzione (dal 12,3% al 7,8%).

	Italia							
	Stesso Business		Settore Correlato		Settore Diversificato		Totale	
	N	%	N	%	N	%	N	%
2000-08	122	29,9%	50	12,3%	236	57,8%	408	100,0%
2009-14	70	27,7%	25	9,9%	158	62,5%	253	100,0%

Tabella 14: Aziende familiari: distribuzione del totale delle operazioni con target italiana per settore dell'azienda acquisita e per periodo temporale

3.3.6.2 Aziende non familiari e acquisizioni nei periodi pre e post crisi

Relativamente alle aziende non familiari si denota una spiccata predilezione verso l'attuazione di strategie di acquisizione domestiche, con particolare riferimento a quelle per la diversificazione (Tabella 15). Le acquisizioni *crossborder*, soprattutto di *target* attive in settori correlati, rappresentano la tipologia di operazioni meno adottata.

Il confronto delle strategie pre e post crisi evidenzia una sostanziale persistenza delle scelte: le acquisizioni domestiche per la diversificazione sono aumentate (dal 39,9% del periodo pre crisi al 42,8% di quello post crisi), così come quelle nello stesso business (da 21,3% al 24,7%). Per contro, tutte le altre tipologie di acquisizione sono diminuite e la categoria d'acquisizioni che si è maggiormente contratta è quella delle operazioni diversificate *crossborder*.

	Crossborder			
	Stesso Business	Settore Correlato	Settore Diversificato	Totale
2000-08	7,6%	3,9%	17,5%	28,9%
2009-14	6,6%	2,2%	14,0%	22,8%

	Italia			
	Stesso Business	Settore Correlato	Settore Diversificato	Totale
2000-08	21,3%	9,8%	39,9%	71,0%
2009-14	24,7%	9,7%	42,8%	77,2%

Tabella 15: Aziende non familiari: distribuzione del totale delle operazioni per settore dell'azienda acquisita e per periodo temporale

Studiando le sole acquisizioni internazionali (Tabella 16) si nota che dopo il 2008 le acquisizioni nello stesso settore sono aumentate del 2,4% (rappresentando il 28,8% delle operazioni realizzate dopo la crisi) così come quelle per la diversificazione (+1,4% dopo il 2008).

	Acquisizioni crossborder			
	Stesso Business	Settore Correlato	Settore Diversificato	Totale
2000-08	26,4%	13,4%	60,2%	100%
2009-14	28,8%	9,6%	61,6%	100%

Tabella 16: Aziende non familiari: distribuzione del totale delle operazioni con target crossborder per settore dell'azienda acquisita e per periodo temporale

Approfondendo le sole acquisizioni di *target* italiane (Tabella 17), emerge che, dal 2009, sono leggermente aumentate le operazioni nello stesso business (+1,9%), mentre quelle in settori correlati e non correlati si sono ridotte.

	Acquisizioni in Italia			
	Stesso Business	Settore Correlato	Settore non correlato	Totale
2000-08	30,0%	13,8%	56,2%	100%
2009-14	31,9%	12,6%	55,5%	100%

Tabella 17: Aziende non familiari: distribuzione del totale delle operazioni con target italiana per settore dell'azienda acquisita e per periodo temporale

La comparazione del comportamento delle aziende familiari rispetto a quello delle non familiari porta ad identificare alcune similitudini e alcune diversità. In particolare, se da una parte si rileva che entrambi i sottogruppi hanno accresciuto la loro predilezione verso le acquisizioni di tipo domestico, dall'altra emerge che diminuiscono le loro scelte di acquisizione per la diversificazione. Nello specifico si notano delle importanti differenze soprattutto per quanto riguarda le acquisizioni di aziende attive al di fuori dell'Italia. Le aziende familiari hanno, infatti, accresciuto in modo importante il numero di acquisizioni per la diversificazione di *target* internazionali (circa il 12%³⁸) a differenza di quelle imprese non familiari che hanno aumentato le *target* estere con l'obiettivo di diversificare del solo 2% circa. Relativamente alle acquisizioni domestiche, si nota che sia le familiari che le non familiari hanno accresciuto le acquisizioni di *target* attive nello stesso settore e di società operanti in business molto differenti. Entrambi i sottoinsiemi di aziende hanno ridotto la loro predilezione verso aziende operative in business correlati.

4. PROPRIETA' E STRUTTURA DI GOVERNANCE DELLE IMPRESE FAMILIARI

La seguente analisi approfondisce le sole aziende familiari che hanno realizzato almeno un'operazione di acquisizione tra il 2000 e 2014, con l'obiettivo di illustrare le caratteristiche di *Corporate Governance* e di proprietà di queste aziende e di comparare le aziende che hanno acquisito prima e dopo il 2008. In particolare,

³⁸ Il T-Test è statisticamente significativo (p-value <0,001)

viene effettuato un confronto in base alla tipologia dell'operazione di acquisizione realizzata e al momento temporale (pre-crisi vs post-crisi) in cui l'operazione è stata effettuata.

Le aziende familiari che hanno realizzato almeno un'operazione di acquisizione si caratterizzano per un'elevata partecipazione di membri della famiglia alla vita d'impresa sia in termini di possesso di quote proprietarie che di partecipazione al Consiglio di Amministrazione (Tabella 18). In particolare, si rileva che la famiglia, nelle aziende *acquiror*, detiene una quota media di capitale pari a 73,86% e che la percentuale media di imprese familiari direttamente coinvolte all'interno del Consiglio di Amministrazione è uguale a 40,93%. L'approfondimento della struttura del Consiglio di Amministrazione (Tabella 19) evidenzia, inoltre, che l'8,3% delle aziende familiari che hanno acquisito si caratterizzano per un Consiglio di Amministrazione costituito solamente da membri della famiglia proprietaria e che solo il 3% è formato totalmente da consiglieri esterni. Considerando, invece, i Consigli di Amministrazione c.d. "misti", nonché le strutture che vedono la partecipazione congiunta dei membri della famiglia proprietaria e di soggetti esterni, si nota che prevalgono le situazioni in cui i consiglieri esterni superano numericamente quelli familiari. In particolare, l'analisi denota una situazione di apertura verso professionisti non familiari (mediamente i Consigli di Amministrazione delle aziende familiari *acquiror* vedono il coinvolgimento di cinque membri esterni) dal momento che il 58,4% degli organi di governo è dotato di un grado di familiarità inferiore al 50% mentre il 23,7% si caratterizza per un livello di familiarità incluso tra il 51 e il 99%.

Un ulteriore dato interessante è quello relativo alle caratteristiche e alla struttura dei Consigli di Amministrazione. L'analisi dei dati mostra che l'età media dei consiglieri è pari a 51,8 anni e che i consiglieri giovani (età inferiore ai cinquant'anni) risultano meno dell'11%. Inoltre, dal punto di vista della forma di governo (Tabella 20), emerge che circa l'80% delle aziende familiari *acquiror* è condotta da uno o più Amministratori Delegati (nello specifico il 50,5% è capeggiata da un unico Amministratore Delegato mentre nel 33,7% dei casi da un team di Amministratori Delegati); i modelli di Amministratore Unico e di Presidente Esecutivo sono, invece, poco adottati poiché il primo è utilizzato dal 3,4% delle aziende mentre il secondo dal 9,4%. Per quanto concerne le posizioni apicali di governo si evidenzia che nel 39,1% delle aziende monitorate il presidente coincide con l'Amministratore Delegato, fattore esplicativo dell'elevata concentrazione del potere nelle mani di un unico soggetto.

Relativamente alla struttura di leadership collegiale emerge che quello c.d. *pure family*³⁹ è il maggioritario in quanto adottato dal 51,2% delle aziende (il modello *mixed* è usato dal 17,7% delle aziende mentre quello del *pure outside* dal 27,9%).

³⁹ In relazione alla leadership collegiale è rilevante la distinzione tra modello *pure family*, *pure outside* e *mixed*. Una struttura di leadership collegiale è detta *pure family* se tutti gli AD sono membri della famiglia proprietaria, *pure outside* se nessuno degli AD afferisce alla famiglia proprietaria e *mixed* se il Consiglio d'Amministrazione è congiuntamente composto da membri della famiglia proprietaria e da professionisti esterni.

4.1 Acquisizioni pre e post crisi: un confronto le strutture di *Corporate Governane* e *ownership* delle imprese *acquiror*

Ai fini di comprendere in modo effettivo come la famiglia incida sulle decisioni d'azienda, è stato indagato il grado di coinvolgimento diretto dei membri della famiglia all'interno della vita dell'impresa nel periodo/anno in cui è stata realizzata l'acquisizione. Per svolgere l'analisi le variabili sono state analizzate al momento di realizzazione dell'operazione di acquisizione: sono state calcolate le statistiche aggregando i dati per le acquisizioni pre e post 2008 e, successivamente, si è proceduto a confrontarli (le statistiche sono state computate considerando il dato nello specifico anno in cui è stata realizzata l'operazione). Per comparare le caratteristiche aziendali delle *acquiror* pre e post crisi, in modo da verificare se – e come - la crisi abbia inciso sulla partecipazione familiare e sulla strategia adottata, le statistiche sono state calcolate aggregando separatamente i valori pre e post 2008, ottenendo le statistiche relative alle strutture di *governance* e di proprietà delle aziende che hanno acquisito in condizioni di stabilità e di urgenza economica (crisi).

Una prima comparazione rileva che il grado di partecipazione dei membri della famiglia al Consiglio d'Amministrazione e alla proprietà, nelle aziende che hanno realizzato l'operazione nel periodo pre crisi è inferiore rispetto al caso in cui la strategia sia stata implementata dopo il 2008. Emerge, quindi, che le acquisizioni conseguite in condizioni di stabilità hanno, tendenzialmente, visto una minore partecipazione della famiglia proprietaria.

	Aziende familiari che hanno acquisito	Aziende familiari che hanno acquisito tra 2000 e 2008	Aziende familiari che hanno acquisito tra 2009 e 2014
Controllo familiare medio (%)	73,86%	71,70%	77,50%
Media numero consiglieri familiari (%)	40,93%	37,30%	39,80%

Tabella 18: Aziende familiari che hanno effettuato acquisizioni: partecipazione della famiglia proprietaria

Nel caso in cui l'acquisizione sia stata effettuata nel periodo pre crisi si rileva, infatti, che le imprese indagate presentavano, al momento dell'operazione, un controllo azionario della famiglia (Tabella 18) pari al 71,7% (vs 77,5% di quelle che hanno acquisito in condizioni di urgenza economica) e un grado di coinvolgimento dei consiglieri familiari al Consiglio d'Amministrazione del 37,3% (vs al 39,8% di quelle che hanno acquisito in condizioni di crisi).

	Aziende familiari che hanno acquisito	Aziende familiari che hanno acquisito tra 2000 e 2008	Aziende familiari che hanno acquisito tra 2009 e 2014
Media numero consiglieri giovani (under 50)	10,89%	11,49%	9,84%
Età media consiglieri	51,8	51,07	53,2
Pure Family	51,2%		
Pure Outside	27,9%		
Mixed	17,7%		
AD = Presidente	39,1%	38,2%	40,6%

Tabella 19: Aziende familiari che hanno effettuato acquisizioni: alcune variabili di *Corporate Governance*

	Aziende familiari che hanno acquisito	Aziende familiari che hanno acquisito tra 2000 e 2008	Aziende familiari che hanno acquisito tra 2009 e 2014
Amministratore Unico	3,4%	3,0%	4,1%
Presidente Esecutivo	9,5%	10,9%	7,1%
Amministratore Delegato	50,5%	48,2%	54,4%
Leadership Collegiale	33,7%	34,1%	32,9%

Tabella 19: Aziende familiari che hanno effettuato acquisizioni: modello di governo

Considerando le caratteristiche di governo – in termini di tipologia di leader aziendale (Tabella 19 e Tabella 20) - al momento in cui è stata effettuata l'acquisizione si nota che le aziende che hanno acquisito in condizioni di stabilità presentavano modelli di governo più semplici in quanto quello di Amministratore Unico e di Presidente Esecutivo erano adottati, rispettivamente, dal 3% e dal 10,9% delle aziende, in comparazione al 4,1% e al 7,1% di quelle che hanno effettuato acquisizioni in condizioni di urgenza economica. Inoltre il 38,2% delle aziende che hanno acquisito prima del 2008 si caratterizzano per la coincidenza tra Amministratore Delegato e Presidente del Consiglio d'Amministrazione, valore inferiore rispetto a quelle che hanno realizzato l'operazione in condizioni di crisi economica (40,2%).

La comparazione della struttura di *governance* e proprietaria al momento dell'acquisizione, tra aziende che hanno acquisito prima e dopo la crisi, denota una crescente partecipazione della famiglia nel caso in cui l'operazione sia stata realizzata dopo il 2008. Appare, quindi, che la sfavorevole congiuntura economica, intensifichi la presenza diretta della famiglia in azienda e che questa, a sua volta, favorisca le acquisizioni. Nelle operazioni condotte prima del 2008 il grado di partecipazione della famiglia è minore: le aziende che hanno acquisito dopo la crisi presentano, al momento della realizzazione dell'operazione, un superiore coinvolgimento dei membri della famiglia. Il dato è esplicativo di come la crisi sembra aver costituito un fattore che ha accresciuto non solo la partecipazione familiare, ma che ha anche aumentato la sensibilità dei suoi membri verso il contesto esterno, conducendoli sia ad essere più attenti verso la condizione di instabilità e d'incertezza che a cogliere un superiore senso di urgenza e di necessità di agire, anche attraverso l'attuazione di acquisizioni. Le acquisizioni post 2008 vedono anche una maggiore guida unitaria poiché prevalgono, tra queste operazioni, quelle guidate da un unico leader.

Per esaminare in modo più dettagliato il grado e le modalità di partecipazione della famiglia alla proprietà e alla guida dell'azienda al momento dell'acquisizione, le variabili di governance e di *ownership* sono state computate a seconda della tipologia di operazione realizzata. Anche in questo caso si è cercato di cogliere l'effetto della crisi sulle decisioni e sulle preferenze strategiche così da poter distinguere tra aziende che hanno acquisito in condizioni di stabilità e quelle che hanno realizzato l'operazione in situazione di urgenza economica.

Ai fini di approfondire le implicazioni della struttura di *governare* e proprietaria, rispetto alla tipologia di operazione di acquisizione, è stato scelto di analizzare separatamente le acquisizioni domestiche da quelle internazionali.

Relativamente alle acquisizioni domestiche (Tabella 19), comparando il grado di partecipazione della famiglia alla vita d'impresa tra il caso in cui l'operazione di acquisizione sia stata realizzata in condizioni di stabilità rispetto a quello in cui è stata svolta in situazione di crisi economica (dopo il 2008), emerge:

- *Acquisizioni nello stesso business*: il controllo familiare è leggermente più elevato (75,22% vs 71,7%) così come anche la partecipazione di consiglieri familiari (circa +15 punti percentuali, dal 34,07% al 49,18%) nelle aziende che hanno conseguito l'operazione di acquisizione dopo il 2008. Le familiari che hanno acquistato una *target* attiva nello stesso settore in condizioni di urgenza (dopo il 2008) presentano modelli di governo più complessi e strutturati in quanto circa 9 aziende su 10 mostrano il modello di governo dell'AD, di cui ben il 39,58% in forma di leadership collegiale (considerando i soli casi in cui la leadership è nelle mani di uno o più AD si nota che nelle acquisizioni realizzate dopo il 2008 è aumentato il grado d'adesione al modello di governo del team di AD mentre si è ridotto il livello di utilizzo della struttura di AD singolo che era, invece, maggioritaria nelle operazioni effettuate in condizioni di stabilità).
- *Acquisizioni in settori correlati*: un grado di controllo familiare leggermente più elevato (superiore di circa 2 punti percentuali, dall'82,4% all'84,01%) e una minore partecipazione dei consiglieri familiari al Consiglio d'Amministrazione (dal 54,03% al 38,05%) contraddistinguono le operazioni di acquisizioni realizzate dopo il 2008. Le aziende che hanno scelto *target* operative in settori correlati in periodi caratterizzati da condizioni di urgenza mostrano – nell'anno dell'operazione – una preferenza verso modelli di leadership unitaria poiché quasi l'80% risulta guidata da un unico soggetto (le acquisizioni realizzate dopo il 2008 evidenziano un minor grado di adozione del modello di leadership collegiale rispetto a quelle effettuate in condizioni di stabilità: il 46,67% delle aziende che ha realizzato operazioni di acquisizione prima del 2008 era guidata da un team di AD, rispetto al 22,73% di quelle che hanno conseguito la strategia in condizioni di crisi).
- *Acquisizioni in settori non correlati*: le aziende che hanno acquisito dopo il 2008 mostrano nel momento dell'operazione un controllo familiare è più elevato (76,8% vs 68,07%) e un grado di partecipazione della famiglia al Consiglio d'Amministrazione pressoché identico alle familiari che hanno acquisito in condizioni di stabilità. In particolare, le aziende che hanno acquisito *target* diversificate in condizioni di urgenza presentano – al momento dell'operazione – modelli di governi

più complessi e strutturati: circa 9 aziende su 10 sono dotate del modello di governo dell'AD (rispetto all'80% dei casi di acquisizione pre crisi). Emerge che le acquisizioni effettuate in condizioni di crisi sono generalmente guidate da un unico leader: le operazioni condotte da un team di AD (diminuiscono da 32,69% a 23,15%).

Complessivamente si nota che la propensione delle aziende familiari ad acquisire accresce dopo il 2008; sembra, inoltre, che questa tendenza sia favorita da un superiore coinvolgimento dei membri della famiglia proprietaria sia a livello proprietario che di grado di partecipazione al Consiglio d'Amministrazione. Inoltre, le operazioni domestiche post crisi tendono ad essere maggiormente caratterizzate dalla guida di un unico leader (ad esclusione di quelle dove la *target* opera nello stesso business): sono meno numerose le acquisizioni che al momento dell'avvenuta operazione erano condotte da una leadership collegiale. Tale evidenza figura esplicativa della percezione della necessità di "*agire velocemente*" e di come, conseguentemente, la presenza e la guida di un unico soggetto possa costituire un vero e proprio fattore che favorisce la velocità decisionale.

		Italia		
		Stesso settore	Business correlato	Diversificato
Percentuale controllo familiare (media)	Pre Crisi	71,70%	82,40%	68,07%
	Post Crisi	75,22%	84,01%	76,80%
Percentuale consiglieri familiari (media)	Pre Crisi	34,07%	54,30%	35,30%
	Post Crisi	49,18%	38,05%	35,32%

Tabella 21: Aziende familiari *acquiror* e acquisizioni domestiche: partecipazione della famiglia proprietaria, comparazione pre e post crisi

		Italia		
		Stesso settore	Business correlato	Diversificato
Amministratore Unico	Pre Crisi	4,08%	0,00%	3,21%
	Post Crisi	4,17%	0,00%	3,70%
Presidente Esecutivo	Pre Crisi	7,14%	3,33%	17,31%
	Post Crisi	4,17%	4,55%	9,26%
Amministratore Delegato	Pre Crisi	60,20%	50,00%	46,79%
	Post Crisi	52,08%	72,73%	63,89%
Leadership Collegiale	Pre Crisi	28,57%	46,67%	32,69%
	Post Crisi	39,58%	22,73%	23,15%
AD	Pre Crisi	88,78%	96,67%	79,49%
	Post Crisi	91,67%	95,45%	87,04%

Tabella 22: Aziende familiari *acquiror* e acquisizioni domestiche: modello di, comparazione pre e post crisi

Per quanto concerne le operazioni *crossborder* (Tabella 20), comparando il grado di partecipazione della famiglia alla vita d'impresa tra il caso in cui l'operazione di acquisizione sia stata realizzata in condizioni di stabilità rispetto a quello in cui sia stata svolta in situazione di urgenza economica (dopo il 2008), emerge:

- *Acquisizioni nello stesso business*: nelle acquisizioni realizzate dopo il 2008 il controllo familiare è più elevato (65,65% pre crisi vs 72,8% post crisi) mentre la partecipazione dei consiglieri familiari si

riduce leggermente (dal 36,9% al 34,26%). Le aziende che hanno acquisito nello stesso settore in condizioni di urgenza mostrano un maggior grado di adesione verso i modelli di leadership più semplici come quelli dell'Amministratore Unico e del Presidente Esecutivo, oltre che una superiore propensione verso la leadership collegiale. Le aziende che hanno effettuato acquisizioni nello stesso business dopo il 2008 presentano, infatti, nell'anno dell'implementazione della strategia, una leadership collegiale nel 47,17% dei casi (rispetto al 32,23% di quelle che hanno eseguito l'acquisizione prima del 200) e circa il 17% il modello di Amministratore Unico o del Presidente Esecutivo (rispetto a circa l'11% di quelle che, invece, hanno svolto l'operazione in condizioni di stabilità).

- *Acquisizioni in settori correlati*: il controllo familiare è meno elevato (78,7% pre crisi vs 82,9% post crisi) mentre accresce la partecipazione di consiglieri familiari (dal 35,8% al 51,8%) se l'operazione è stata realizzata dopo il 2008. Le aziende che hanno acquisito in business correlati in condizioni di urgenza mostrano modelli di governo più complessi in quanto figurano più numerose le aziende dotate del modello di AD (nelle operazioni post 2008 sono aumentate le familiari guidate da AD singolo mentre sono stabili quelle con Team di AD).
- *Acquisizioni in settori diversificati*: il controllo familiare e la partecipazione di consiglieri familiari è sensibilmente inferiore se l'operazione è stata realizzata dopo il 2008. Le aziende che hanno acquisito in settori diversificati in condizioni di urgenza si caratterizzano per modelli di governo più complessi in quanto circa 9 aziende su 10 erano dotate di un modello di governo dell'AD, di cui ben il 37,5% sotto forma di leadership collegiale. Nelle acquisizioni realizzate dopo il 2008 prevalgono i modelli di leadership individuale, fattore esplicativo della necessità di avere una superiore velocità decisionale e capacità di agire in tempi brevi.

In relazione alle operazioni non domestiche si evidenzia che quelle effettuate dopo il 2008 si caratterizzano per un grado inferiore di coinvolgimento dei membri della famiglia proprietaria sia a livello proprietario che di grado di partecipazione al Consiglio d'Amministrazione (ad eccezione delle operazioni con *target* attiva nello stesso settore) al crescere della distanza operativa tra azienda acquirente e *target*. Inoltre, le operazioni internazionali effettuate dopo il 2008 tendono ad essere maggiormente caratterizzate dal modello di governo dell'AD e a presentare una superiore adesione verso le strutture collegiali (ad esclusione di quelle dove la *target* opera nello stesso business). Questi dati appaiono esplicativi di due importanti dinamiche: in condizioni di crisi al crescere del grado di complessità dell'operazione aumenta la percezione della necessità di manager professionisti dotati di competenze specifiche oltre che di modelli di governo più complessi e strutturati capaci di garantire una superiore formalità operativa e controllo interno.

		Stesso settore	Estero Business correlato	Business non correlato
Percentuale controllo familiare (media)	Pre Crisi	65,65%	82,90%	77,24%
	Post Crisi	72,80%	78,70%	38,23%
Percentuale consiglieri familiari (media)	Pre Crisi	36,90%	35,80%	54,80%
	Post Crisi	34,26%	51,80%	40,26%

Tabella 22: Aziende familiari *acquiror* e acquisizioni internazionali: partecipazione della famiglia proprietaria, comparazione pre e post crisi

		Stesso settore	Estero Business correlato	Business non correlato
Amministratore Unico	Pre Crisi	1,65%	11,54%	2,88%
	Post Crisi	5,66%	7,69%	4,55%
Presidente Esecutivo	Pre Crisi	9,09%	7,69%	12,23%
	Post Crisi	11,32%	7,69%	4,55%
Amministratore Delegato	Pre Crisi	57,02%	42,31%	43,17%
	Post Crisi	35,85%	46,15%	53,41%
Leadership Collegiale	Pre Crisi	32,23%	38,46%	41,73%
	Post Crisi	47,17%	38,46%	37,50%
AD	Pre Crisi	89,26%	80,77%	84,89%
	Post Crisi	83,02%	84,62%	90,91%

Tabella 24: Aziende familiari *acquiror* e acquisizioni internazionali: comparazione pre e post crisi

5. CONCLUSIONI

La ricerca offre un contributo agli studi sul *family business*. In particolare, i risultati dell'analisi sono sintetizzabili nei seguenti punti. In primo luogo, la ricerca ha confermato i risultati emersi dagli studi di Gomez-Mejia et al. (2015) e Minichilli et al. (2015) che riconoscono come le priorità economico finanziarie e la necessità di sopravvivere, in condizioni di percezione di urgenza, vanno a prevalere sugli obiettivi di tutela della SEW. Tale risultato trova ampio riscontro anche nella teoria sviluppata da Kahneman e Tversky (1979) che denota ed avvalorata il ruolo dei fattori congiunturali quali elementi che incidono in modo rilevante e diretto sulle percezioni individuali e, conseguentemente, sulle prospettive e preferenze personali ed operative.

Si nota, inoltre, che le aziende familiari, in condizioni di crisi, tendono a prediligere le acquisizioni per la diversificazione sia italiane che internazionali in quanto percepite meno rischiose, in grado di ridurre il rischio di mercato e di favorire lo sviluppo di strutture aziendali piramidali che consentono di accrescere il coinvolgimento dei membri della famiglia. La diversificazione diventa, quindi, una strategia a supporto della continuità aziendale poiché costituisce sia un mezzo per garantire il coinvolgimento delle nuove generazioni che per ridurre i conflitti interpersonali di potere tra i membri della famiglia dal momento che garantisce un maggior livello di separazione dei ruoli e delle responsabilità. La diversificazione, in condizioni di crisi,

appare un mezzo capace di coniugare obiettivi economici e familiari. In presenza di esternalità negative le familiari tendono ad aumentare il grado di partecipazione della famiglia all'impresa e a dotarsi di strutture di governane anche miste che siano però capaci ed adeguate ad implementare la strategia che crescita perseguita.

Il lavoro presenta alcuni limiti. I principali sono direttamente riconducibili sia alle scelte metodologiche, in termini di selezione e d'identificazione dei dati, che del contesto di riferimento. In particolare, la prima limitazione è rappresentata dalla scelta operativa di analizzare le sole acquisizioni effettivamente concluse. Tale aspetto costituisce un vincolo poiché porta sia ad escludere dal monitoraggio le operazioni iniziate nell'arco temporale analizzato, ma che si sono concluse dopo il 2014, che quelle programmate per il futuro e quelle che ad oggi costituiscono dei c.d. "rumor".

Un ulteriore limite dello studio è costituito dal fatto che nel database sono state raccolte le sole acquisizioni di controllo e quindi quelle dove l'*acquiror* ha acquistato almeno il 50% della *target*. Sebbene efficace in quanto permette di monitorare le operazioni che hanno effettivamente portato alla crescita aziendale del *dealer*, tale scelta potrebbe anche essere identificata come un limite, poiché, in alcuni casi, i processi di acquisizione avvengono in modo graduale. Soprattutto in condizioni di crisi sarebbero, infatti, potute essere numerose le operazioni di acquisizioni che hanno inizialmente riguardato quote minoritarie del capitale, con obiettivo di successiva scalata e di crescita proprietaria.

Dall'analisi emerge che, nonostante le aziende familiari abbiano realizzato complessivamente un numero superiore di acquisizioni tra il 2000 e il 2014, queste aziende presentano una propensione inferiore ad acquisire, poiché hanno realizzato un numero medio di acquisizioni inferiore alle non familiari (il numero medio di operazioni effettuate dalle aziende familiari tra 2000 e 2014 è pari a 2,3, rispetto alla media di 2,6 operazioni di acquisizione registrata dalle non familiari).

Relativamente alle scelte di acquisizione si rileva che le aziende monitorate (sia familiari che non) prediligono le acquisizioni per la diversificazione, seguite da quelle nello stesso business. Tale risultato porta a desumere che le acquisizioni effettuate costituiscono o uno strumento volto a rafforzare l'azienda acquirente all'interno del suo *core business* oppure rappresentano una strategia volta, principalmente, ad accrescere e ad ampliare il loro l'ambito operativo in nuove aree con l'obiettivo di diversificare il rischio di portafoglio. Per quanto concerne la localizzazione della *target* si rileva che le familiari presentano un maggior favore verso aziende estere – nonostante il 54,9% delle acquisizioni sia stato conseguito in Italia – rispetto alle non familiari.

Lo studio ha mostrato come l'evidenziarsi di nuovi fattori di contesto e il delinarsi di ulteriori dinamiche contestuali porta a variare le prospettive e le percezioni personali. L'analisi mostra come la crisi ha impatto sulle scelte strategiche delle aziende sia in termini di numerosità che di tipologia delle operazioni di acquisizione. In particolare, relativamente alle scelte di acquisizione si nota che le familiari, nonostante la loro minore propensione verso la crescita per via esterna tramite acquisizioni, costituiscono il sotto-insieme che ha ridotto, contestualmente alla crisi finanziaria, in modo meno rilevante – ed oltretutto secondo una logica più graduale – la predilezione verso l'implementazione di questa strategia. Tale dato indica che,

malgrado i rischi e le complessità ad esse associate, le operazioni di acquisizione, sono identificate dalle imprese familiari come un importante mezzo di crescita e/o sopravvivenza.

Nello specifico, si nota come le familiari, a differenza delle non familiari, hanno variato le loro scelte di acquisizione in quanto dopo il 2008 hanno accresciuto la loro inclinazione verso *target* attive in settori diversificati (circa +10%) contraendo la loro prepensione verso quelle nello stesso settore.

Il risultato, che evidenzia come la crisi abbia impattato sulle decisioni strategiche delle familiari, si sposa con il filone teorico che riconosce la diversificazione come strumento in grado di incrementare la continuità aziendale poiché diversifica il portafoglio, riduce il rischio dando, anche, un maggior “spazio” a tutti i membri della famiglia, supportando la continuità interna.

Relativamente alla collocazione della acquisita la crisi non appare un fattore che ha modificato in modo rilevante le scelte di acquisizione si sottolinea solo un leggero aumento delle operazioni domestiche.

La crisi ha, quindi, inciso soprattutto sulle scelte relative al grado di diversificazione operativa della *target*. Questa tendenza delle familiari a prediligere le operazioni domestiche, sebbene in modo meno marcato delle non familiari, mostra come tali aziende riconoscono il rischio e l'incertezza imputabile alle differenze culturali tra paesi ed aziende portandoli a concentrarsi maggiormente sulla diversificazione del rischio di portafoglio piuttosto che su quello di mercato.

L'unione di tali evidenze avvalorano il riconoscimento della strategia di acquisizione come vero e proprio mezzo di risposta alla crescita/sopravvivenza e di possibile risposta alla crisi, dimostrando come la “sensazione” di vulnerabilità porta a far prevalere l'interesse economico e i risultati.

BIBLIOGRAFIA

- Alessandri T., Cerrato D., Depperu D. (2014). Organizational slack, experience, and acquisition behavior across varying economic environments. *Management decision*.
- Amore M.D., Garofalo O., Minichilli, A. (2014). Gender interactions within the family firm, *Management Science*, 60 (5) 1083-1097.
- Anderson R.C., Reeb D.M. (2003). Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage. *Journal of Law and Economics*, 46 (2) 653-684.
- Andres C. (2008). Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14 (4) 431-445.
- Astrachan J. H., Shanker M. C. (2003). Family Businesses' Contribution to the U.S. Economy: A Closer Look. *Family Business Review*, 16 (3) 211-219.
- Barkema H.G., Schijven M.P.G. (2008). How do firms learn to make acquisitions? A review of past research and an agenda for the future. *Journal of Management*, 34 (3) 594-634.
- Barkema H.G., Schijven M.P.G. (2008). Towards unlocking the full potential of acquisitions: The role of organizational restructuring. *Academy of Management Journal*, 51 (4) 696-722.
- Bennedson M., Wolfenzon D. (2000). The balance of power in closely held corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, 113-139.
- Berger P., Ofek E. (1995). Diversification's Effect on Firm Value. *Journal of Financial Economics*, 37, 39-65.
- Berrone P., Cristina Cruz C., Gomez-Mejia L. R. (2012). Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research; *Family Business Review*. 25 (3) 258–279.
- Berrone P., Cruz C., Gomez-Mejia L. R., Larrazza-Kintana M. (2010). Socioemotional Wealth and Corporate Responses to Institutional Pressures: Do Family-Controlled Firms Pollute Less?. *Administrative Science Quarterly*, 55 (1) 82-113.
- Caivano M., Rodano L., Siviero S. (2010). La trasmissione della crisi finanziaria globale all'economia italiana: un'indagine controfattuale, 2008-2010. Banca d'Italia
- Cartwright S., Schoenberg R. (2006). Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal of Management*, 17, (S1).
- Comment R., Jarrel G.(1995). Corporate focus and stock returns. *Journal of Financial Economic*, 37, 67-87.
- Corbetta G. (2010). *Aziende familiari: Strategie per il lungo periodo*. 1° Edizione. Milano; Egea.
- Cruz C., Gomez-Mejia L. R., & Becerra M. (2010). Perceptions of benevolence and the design of agency contracts: CEO-TMT relationships in family firms. *Academy of Management Journal*, 53, 69-89.
- Deephouse D.L., Jaskiewicz P. (2013). Do family firms have better reputations than non-family firms? An integration of socioemotional wealth and social identity theories. *Journal of management Studies*, 50 (3) 337-360.
- Eisenmann T.R. (2002). The effects of CEO equity ownership and firm diversification on risk taking.
- Friedland R., Palmer D., Stenbeck M. (1990). The geography of corporate production: Urban, industrial, and organizational systems. *Sociological Forum*, 5, (3) 335-359.

- Gomez-Mejia L.R., Nuñez-Nickel M., Gutierrez I. (2001). The Role of Family Ties in Agency Contracts. *The Academy of Management Journal*, 44 (1) 81-95.
- Gomez-Mejia L.R., Haynes K., Nunez-Nickel M., Jacobson K., Moyano-Fuentes J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family controlled firms. *Administrative Science Quarterly* 52 (1) 106-137.
- Gomez-Mejia L.R., Makri M., Kintana M.L. (2010). Diversification Decisions in Family-Controlled Firms. *Journal of Management Studies*, 47 (2) 232-252.
- Gomez-Mejia L.R., Cruz C., Berrone P., De Castro J. (2011). The bind that ties, Socioemotional wealth preservation in family firms. *The Academy of Management Annals*, 5 (1) 653-707.
- Gomez-Mejia L.R., Campbell J.T., Martin G., Hoskisson R.E., Makri M. Sirmon D.G. (2014) Socioemotional Wealth as a Mixed Gamble: Revisiting Family Firm R&D Investments With the Behavioral Agency Model. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 38 (6) 1351-1374.
- Gomez-Mejia L.R., Patel P., Zellweger T.M. (2015). In the horns of the dilemma: socioemotional wealth, Financial wealth, and acquisitions in family firms. *Journal of Management*.
- Habbershon T. G., Williams M. L. (1999). A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms. *Family Business Review*, 12 (1) 1-25.
- Hitt M., Ireland R.D. , Camp S.M., Sexton D.L. (2001). Guest Editors' Introduction to The Special Issue, Strategic Entrepreneurship: Entrepreneurial Strategies for Wealth Creation, *Strategic. Management Journal*, 22, 479-491.
- Marks M.L., Mirvis P.H. (2001). Making mergers and acquisitions work: Strategic and psychological preparation. *Academy of Management Executive*, 15 (2) 80-92.
- Martin G. P., Gomez-Mejia L. R. , Wiseman R. M. (2013). Executive stock options as mixed gambles: Revisiting the behavioral agency model. *Academy of Management Journal*, 56 (2) 451-472.
- Miller D., Le Bretton-Miller I. (2006). Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship, and Capabilities. *Family Business Review*, 19 (1) 73-87.
- Miller, D., Le Breton-Miller I., Lester R.H. (2010). Family Ownership and Acquisition Behavior in Publicly-Traded Companies. *Strategic Management Journal*, 31, 201-223.
- Miller D., Le Breton-Miller I., Scholnick B. (2008). Stewardship vs. Stagnation: An Empirical Comparison of Small Family and Non-Family Businesses. *Journal of Management Studies* 45 (1) 50-78.
- Miller D., Minichilli, A., Corbetta G. (2013). Is Family Leadership Always Beneficial?. *Strategic Management Journal*, 34, 553-571.
- Minichilli A., Brogi M., Calabrò A. (2015). Weathering the Storm: Family Ownership, Governance, and Performance Through the Financial and Economic Crisis; *Corporate Governance. An International Review* , 24 (6) 552–568.
- Morck R., Yeung B. (2003). Agency Problems in Large Family Business Groups; *Entrepreneurship. Theory and Practice*, 27 (4) 367–382.
- Morck, Randall, Wolfenzon D., Yeung B. (2005). Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth. *Journal of Economic Literature*, 43 (3) 655-720.
- Rankine D., Howson P. (2006). *Acquisition essentials a step by step guide to smarter deals*. 1st Edition. Pearson Education Limited.
- Schulze W.S. , Lubatkin M.H., Dino R.N. , Buchholtz A.K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization science*, 12 (2) 99-116.

- Shleifer A., Vishny R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94 (3) 461-488.
- Tversky A., Kahneman D. (1981). The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. *Science, New Series*, 211 (4481), 453-458.
- Tversky A., Kahneman D. (1986). Rational Choice and the Framing of Decisions. *The Journal of Business*, 59 (4), S251-S278.
- Tversky A., Kahneman D. (1992). Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty, in *Journal of Risk and Uncertainty*. 5, 297-323.
- Vermeulen, F., Barkema, H.G. (2001). Learning through acquisitions. *Academy of Management Journal*, 44, 457-476.
- Villalonga B., Amit R.H. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of Financial Economics*, 80 (2) 385-417.
- Walters B., Kroll M., Wright P. (2010). The impact of TMT board member control and environment on post-IPO performance. *Academy of Management Journal*, 53, 572-595.
- Wan W. P., Yiu D. W. (2009). From crisis to opportunity: environmental jolt, corporate acquisitions, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 30, 791-801.
- Wang L., Zajac E. (2007). Alliance or acquisition? A dyadic perspective on interfirm resource combinations. *Strategic Management Journal*, 28 (13) 1291-1317.
- Wiseman R. M., Gomez-Mejia L. R. (1998). A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking. *The Academy of Management Review* 23 (1) 133-153.
- Zellweger T., Kellermanns F. W., Chrisman J. J., Chua J. H. (2012). Family Control and Family Firm Valuation by Family CEOs: The Importance of Intentions for Transgenerational Control. *Organization Science*, 23 (3), 851-868.

ACQUISIZIONI E PERFORMANCE DELLE IMPRESE FAMILIARI

Francesca Rizzi

1. INTRODUZIONE

Le aziende familiari ricoprono un ruolo significativo all'interno del capitalismo mondiale, in termini sia di numerosità che di grado di contribuzione al PIL (Astrachan & Shanker, 2003 ; La Porta et al., 1999 ; Villalonga & Amit 2009 ; Faccio & Lang, 2002) e rappresentano, pertanto, un aggregato di particolare interesse.

Molteplici, ed in aumento, sono i filoni di ricerca che analizzano questa tipologia di imprese. Nonostante la maggior parte degli studi sulle *family firms* tenda a focalizzarsi sulle loro peculiarità, direttamente imputabili alle dinamiche interne di tipo familiare, insite nel particolare connubio tra famiglia e impresa (Morck & Yeung, 2003; Schulze, Lubatkin, Dino, & Buchholz, 2001; Miller & Le Breton- Miller, 2006; Miller, Le Breton-Miller, and Scholnick, 2008; Habbershon & Williams, 1999 ; Berrone, Cruz, & Gómez-Mejía, 2012; Berrone, Cruz, Gómez-Mejía, & Larraza-Kintana, 2010; Gómez-Mejía et al., 2011; Gómez-Mejía, Haynes, Nuñez- Nickel, Jacobson, & Moyano-Fuentes, 2007), appaiono in aumento anche le ricerche volte ad analizzare e a comprendere le loro scelte strategiche e dinamiche operative (Anderson & Reeb, 2003; Gomez-Mejia et al., 2010, 2015; Miller et al., 2010, Gomez-Meja et al. 2010; Minichilli 2015; Martin, Wiseman, & Gomez-Mejia, 2013).

La dinamicità del mercato, la globalizzazione e lo sviluppo di nuovi modelli di business costituiscono alcuni tra i maggiori fattori esogeni che creano all'interno delle imprese la necessità e l'urgenza di rivedere e ripensare le proprie strategie.

Le acquisizioni costituiscono uno tra i più interessanti e rilevanti strumenti di crescita per via esterna. Gli esiti e le modalità di implementazione e di gestione di questo tipo di strategia risultano differenti a secondo di numerose dinamiche e fattori, sia endogeni che esogeni, a cui queste operazioni appaiono strettamente connesse. Sebbene le operazioni di acquisizione possano rappresentare, in determinate situazioni, l'unica via per conseguire obiettivi di crescita in tempi ridotti, esse rappresentano, nel contempo, operazioni molto onerose, sia dal punto di vista finanziario che organizzativo, oltre che sotto il loro profilo di rischio. Nonostante i numerosi e rilevanti benefici, in termini di crescita aziendale, di velocità di acquisto di quote di mercato, le acquisizioni sottendono, quindi, numerose difficoltà e sfide che riguardano sia le fasi iniziali di valutazione e di selezione della *target* (fase pre-acquisizione) sia quelle di gestione ed integrazione della società acquisita (fase post-acquisizione).

Essendo le acquisizioni un mezzo che permette di ampliare velocemente il business aziendale, sono identificate come una delle alternative maggiormente varate dalle aziende sia per crescere che per rispondere efficacemente e tempestivamente alla(e) sfavorevole(i) congiuntura(e) imputabile(i) sia a variabili di tipo

interne che esterne. Le acquisizioni favoriscono, infatti, lo sviluppo di sinergie (Healy et al., 1992), la tutela dei benefici personali (Gorton & al., 2009) e la possibilità di “*built an empire*” (Jensen, 1986).

Data la rilevanza di questa strategia, differenti ricerche si sono focalizzate sulla comprensione della relazione tra redditività aziendale e acquisizione, ai fini di comprendere se questa operazione sia in grado di accrescere la redditività dell’impresa acquirente. Molti studi hanno evidenziato come la crescita per vie esterne determini, in linea generale, una effettiva contrazione del valore aziendale dissipando parte del patrimonio e causando performance post-acquisizione inferiori (Rankine & Howson, 2006; Marks & Mirvis 2001). In particolare, alcuni studiosi, tra cui Anderson & Reeb (2003), Barontini & Caprio (2006), Andres (2008), si sono concentrati sulla comprensione degli effetti della crescita per via esterna a secondo della tipologia dell’assetto proprietario e hanno comparato la redditività post-acquisizione delle imprese familiari a quella delle non familiari, evidenziando come la struttura proprietaria abbia un ruolo significativo. Sulla base di questo filone di ricerca, Ben-Amar & André (2006), Basu et al. (2009), ad esempio, hanno mostrato come le aziende familiari sono più performanti delle non familiari.

La relazione tra acquisizione ed impresa appare particolarmente interessante soprattutto se analizzata rispetto alle imprese familiari. Tale categoria di aziende, per propria definizione e natura, presenta un imprescindibile e duraturo connubio ed interazione tra famiglia ed impresa. Queste società si caratterizzano per la c.d. “*sovrapposizione istituzionale*” derivante dalla continua ed imprescindibile commistione tra sfera aziendale e familiare imputabile al riconoscimento, da parte dei membri della famiglia proprietaria, dell’azienda come una vera e propria parte integrante del loro patrimonio, sia economico che personale. Le aziende familiari si trovano, quindi, dinnanzi alla costante necessità di contemperare l’interesse economico a quello personale, che si manifesta anche attraverso un effettivo, diretto ed elevato coinvolgimento dei membri della famiglia nelle posizioni di *ownership* e nelle principali cariche di leadership e/o di governo. Considerando che le aziende familiari hanno obiettivi legati ad una prospettiva temporale di lungo termine e alla continuità generazionale, queste devono essere in grado di implementare strategie di crescita atte a favorire la sopravvivenza e la generazione di reddito. Sulla base di tali obiettivi, che determinano la necessità di implementare strategie che garantiscano crescita e sviluppo aziendale, le acquisizioni, molte volte, non determinano l’effettivo conseguimento dei risultati economici sperati, rivelandosi uno strumento che dissipa il valore aziendale. Le acquisizioni richiedono, infatti, non solo un’ampia disponibilità di risorse economiche – nella fase di acquisto della *target* – ma necessitano, anche, di specifiche ed adeguate competenze manageriali. Tale consapevolezza, coniugata alla commistione famiglia – impresa accresce la necessità di dotarsi di competenze atte ad assicurare il raggiungimento degli obiettivi economici e personali in una prospettiva di lungo termine. Gli studi, mostrando che le familiari non sono sempre dotate di una solida ed adeguata cultura manageriale effettivamente protesa al continuo apprendimento e comprensione degli specifici bisogni di tipo economico - finanziario e di governo, hanno evidenziato che queste aziende sono spesso incapaci di contrarre il grado di partecipazione diretto dei membri della famiglia, facendo così prevalere l’interesse familiare su quello economico. Tale situazione porta, quindi, in caso d’inserimento di manager esterni al delinarsi dei c.d. problemi e/o costi di “*agenzia*”, oltre che di potenziali conflitti d’interesse.

Il presente studio si propone di comprendere ed approfondire le performance post-acquisizione delle imprese italiane. In particolare l'analisi è volta a verificare come le differenti configurazioni e tipologie di operazioni di crescita per via esterna possano influenzare la redditività post operazione. Lo studio ambisce, quindi, ad approfondire in che modo, e con quale rilevanza, la dimensione geografica (operazione domestica vs operazione internazionale⁴⁰) e le caratteristiche operative e settoriali (acquisizione diversificata vs acquisizione nello stesso business) della strategia di acquisizione impattano sulla redditività dell'azienda che ha acquisito, nel triennio successivo all'implementazione dell'operazione. Verificando i risultati in base alle caratteristiche dell'operazione risulta possibile comprendere quali sono le operazioni di crescita per via esterna che figurano più efficaci – in termini di output – tra le aziende italiane. La ricerca delinea, dopo aver effettuato un'overview generale sui risultati reddituali delle imprese italiane acquirenti, a seconda delle caratteristiche dell'operazione di acquisizione, un approfondimento sulle sole aziende familiari al fine di verificare e comprendere la loro capacità di generare valore tramite questa strategia. Relativamente alle imprese familiari il lavoro si propone di analizzare in che modo la struttura proprietaria, in termini di grado di partecipazione della famiglia al capitale d'impresa e al Consiglio d'Amministrazione, impatti sulle scelte acquisitive. Nello specifico lo studio fornisce una “fotografia” della struttura e dei modelli di *Corporate Governance* preferiti ed adottati dalle aziende familiari, che delle loro caratteristiche aziendali, performance reddituali conseguite e caratteristiche/profili delle operazioni di crescita per via esterna.

L'analisi contribuisce alla letteratura esistente attraverso la presentazione degli effetti delle operazioni di acquisizione sulla redditività aziendale a secondo della struttura proprietaria dell'impresa acquirente, della distanza culturale tra azienda acquirente ed acquisita e della tipologia di operazione (acquisizione domestica vs acquisizione internazionale; acquisizione nello stesso business vs acquisizione in business correlato vs acquisizione in business diverso).

Il paper è organizzato come segue. Il secondo paragrafo, dopo aver presentato la strategia di acquisizione, ripercorre la letteratura e gli studi che hanno approfondito la relazione tra la crescita per via esterna e livello di redditività rispetto alla sede/localizzazione (sede italiana vs sede oltre i confini domestici) della azienda target, al business in cui opera l'azienda acquisita e alla struttura proprietaria della società acquirente. Il terzo paragrafo illustra il campione e la metodologia d'analisi adottata, mostrando le modalità di rilevazione della performance post-acquisizione e della distanza culturale. Nel quarto paragrafo vengono presentati i risultati dello studio mentre in quello seguente sono evidenziati i principali contributi apportati alla letteratura, i limiti della ricerca e i possibili sviluppi futuri.

⁴⁰ Si evidenzia che in relazione alle operazioni non domestiche si è proceduto a rilevare anche il paese di localizzazione dell'azienda acquisita in modo da poter effettuare un'ulteriore distinzione tra acquisizioni europee ed extra-europee.

2. RASSEGNA DELLA LETTERATURA E FRAMEWORK TEORICO

2.1 Le strategie di acquisizione: aspetti definatori e classificazione

Le strategie di acquisizione

Le operazioni di acquisizione costituiscono una tra le più rilevanti strategie aziendali di crescita per via esterna (Rossi & Volpin, 2004), rientranti nell'ambito delle c.d. “operazioni di gestione non ordinaria dell'impresa”. Tale strategia, data la sua complessità, richiede, oltre che un'ingente quantità di risorse finanziarie, specifiche ed avanzate competenze manageriali.

Il processo d'acquisizione si struttura in due principali fasi. In particolare, la prima riguarda la selezione e la valutazione della controparte da acquisire mentre la seconda è connessa all'insieme delle operazioni legate all'attuazione e alla gestione del processo d'integrazione tra acquirente ed acquisita.

Nello specifico rientrano, nella prima parte del processo, l'insieme delle “azioni” volte ad identificare la controparte oggetto dell'operazione (c.d. azienda *target*), allo sviluppo delle analisi preliminari di business e di *due diligence*, e alla valutazione economico - finanziaria dell'azienda acquisita. L'output di questi processi è la determinazione di un intervallo di valori nel quale possa ricadere il prezzo della transazione e la quantificazione dei benefici attesi dall'acquisizione.

La seconda parte del processo di acquisizione riguarda le fasi di integrazione della realtà aziendale acquistata. Tale step è particolarmente critico e complesso tanto da richiedere una adeguata preparazione e pianificazione, combinata ad un costante monitoraggio. In seguito all'acquisto della *target* possono presentarsi diversi scenari. Le differenti alternative sono imputabili sia alle caratteristiche della *target* - in termini di localizzazione e di business operativo – che all'insieme delle scelte concernenti il grado di integrazione dell'acquisita rispetto all'acquirente (o *acquiror*) in quanto la *target* può – o meno - mantenere una completa autonomia gestionale (in questo caso non si crea la necessità di intervenire con un processo di integrazione).

Sulla base di tali evidenze è chiaro come le operazioni di acquisizione necessitano, congiuntamente, adeguate competenze, valutazioni economico - finanziarie e piani di sviluppo del business poiché rappresentano un processo critico per qualsiasi azienda.

Le suddette premesse sottolineano come questa via di crescita sia uno “strumento delicato” sia per le sue complessità di gestione che per gli effetti, anche di lungo periodo, in termini di generazione (o dissipazione) di valore economico e di gestione/organizzazione delle aziende coinvolte. La rilevanza e la complessità di questa strategia ha portato molti ricercatori ad analizzare e a cercare di comprendere se l'acquisizione sia effettivamente uno strumento di crescita aziendale in termini sia di sviluppo che di creazione di valore economico (Agrawal, Jaffe & Mandelker, 1992), oltre che per favorire la sopravvivenza e il consolidamento aziendale in una prospettiva temporale di medio-lungo termine. L'approfondimento della letteratura, in materia di acquisizioni e performance (Zollo & Maier, 2008), ha evidenziato come la maggior parte di queste operazioni sia destinata a fallire (Rankine & Howson, 2006); Marks & Mirvis (2001) nel loro studio hanno

mostrato come solo meno di un quarto delle acquisizioni porti, effettivamente, al conseguimento dei risultati sperati.

Le acquisizioni sottendono, quindi, in tutte le loro fasi, molteplici criticità: richiedono un monitoraggio costante e la gestione congiunta di numerose variabili imputabili sia alle dinamiche aziendali interne che a quelle legate al contesto esterno. Nonostante tali elementi, le ricerche, hanno dimostrato che le acquisizioni sono un importante strumento non solo per le aziende con aspirazioni internazionali in quanto, molte volte, divengono uno strumento indispensabile anche per le realtà che aspirano alla crescita o al consolidamento della loro posizione sul mercato o per quelle che puntano alla mera sopravvivenza.

Così come evidenziato dalla letteratura le acquisizioni sottendono sfide e criticità legate sia al business che alla localizzazione della *target*. Tali aspetti incidono direttamente sulla redditività post-acquisizione.

La dimensione operativa: acquisizioni orizzontali e verticali

Relativamente all'aspetto operativo le operazioni di acquisizione si distinguono in acquisizioni orizzontali e verticali. Afferiscono alla prima tipologia l'insieme delle operazioni realizzate tra imprese attive all'interno dello stesso settore. Queste acquisizioni, molte volte, sono atte, soprattutto, ad accrescere la quota di mercato, nonché il potere contrattuale nei confronti di clienti e fornitori, oltre che ad ottimizzare le economie di scala e di integrazione, migliorare le *core skills* e il *know-how*, potenziare l'efficacia e l'efficienza produttiva.

Per contro, le operazioni conglomerate concernono le imprese attive in business diversi. In tal caso i benefici riguardano la riduzione della volatilità del business e il rischio percepito dal mercato, grazie all'aumento delle attività in portafoglio. Differenti possono essere i risultati economici scaturenti dalla suddetta strategia. La variabilità delle performance post-acquisizione è imputabile non solo alla modalità di gestione di tutte le fasi del processo, ma anche alle sue caratteristiche strutturali connesse alle specifiche operative e alle risorse in capo alle aziende coinvolte.

La dimensione geografica: acquisizioni domestiche e internazionali

Le operazioni *crossborder*, e quindi l'insieme delle acquisizioni che hanno come scopo principale l'ingresso in un nuovo mercato geografico, richiedono ulteriori e specifiche considerazioni derivanti dall'insieme delle complessità direttamente connesse alla distanza culturale tra *acquiror* e *target* oltre che al c.d. "*rischio paese*" legato al paese di localizzazione dell'acquisita. Queste evidenze rendono necessario, in caso di acquisizione internazionale, approfondire le differenze socio-economiche dei contesti di riferimento oltre che effettuare un'analisi macroeconomica del c.d. "*rischio paese*". Tali fattori, direttamente connessi al contesto economico e territoriale dell'acquisita, incidendo sulla gestione dell'acquisizione, potrebbero rappresentare potenziali insidie e/o opportunità in grado di impattare sia sull'efficacia della strategia che sulle modalità di svolgimento delle operazioni aziendali.

Si evidenzia, inoltre, che le imprese che svolgono acquisizioni in ambienti ostili appaiono più prudenti e preferiscono identificare *target* attive nel loro stesso settore, o in business affini, e localizzate nel loro medesimo mercato geografico.

Le operazioni *crossborder* a causa della distanza, della scarsa familiarità culturale-linguistica, delle differenze legislative ed economiche dei paesi coinvolti, risultano conseguentemente più delicate non solo nelle fasi di valutazione della *target*, ma soprattutto in quelle di integrazione post acquisizione. Per ridurre le complessità e l'incertezza legata a questo tipo di operazioni è necessario che l'acquirente, identificate le effettive opportunità fuori dai confini nazionali, riconosca, congiuntamente alla *target*, avvalendosi di un processo di ricerca strutturato e professionale, le principali differenze identitarie, sociali ed economiche per predisporre strategie/azioni volte alla gestione delle stesse. Le principali criticità sono imputabili, ad esempio, alle differenze normative (i.e. legge sul lavoro), previdenziali, fiscali, sociali, ruolo/presenza della forza sindacale, costo della manodopera qualificata, etc.

Affinché le operazioni *crossborder* abbiano successo nel lungo termine è fondamentale che acquirente e acquisita sviluppino una cultura comune e supportata da una costante interazione. Risulta cruciale che la distanza fisica non si trasformi in distanza operativa e strategica. Si evidenzia che nonostante la loro superiore complessità, le operazioni internazionali sono un'opzione che consente di ottenere e di generare un valore superiore rispetto a quello che si otterrebbe all'interno dei confini nazionali. La prospettiva internazionale e la maggiore apertura sui mercati sono fattori che favoriscono la velocizzazione del processo che, nel caso di svolgimento entro i confini nazionali, si caratterizzerebbe da tempi più lunghi, legati alle fasi di delega delle responsabilità e di selezione dei soggetti da coinvolgere.

2.2 Gli effetti delle acquisizioni sulle performance aziendali: *review* della letteratura

La Resource Based View o RBV

La rilevanza economica, operativa e manageriale, propria delle operazioni di acquisizione ha favorito ed incentivato l'approfondimento e l'analisi di questa strategia portando all'elaborazione di molteplici ricerche preposte a comprenderne gli effetti/risultati economici. Tra i principali studi sulla diversificazione emerge e si ricorda quello condotto da Richard Rumelt (1974), basato sulla distinzione tra diversificazione vincolata (*constrained*) e collegata (*linked*). Secondo il ricercatore nella prima strategia (diversificazione vincolata) ogni singolo business aziendale presenta una dotazione propria di risorse specializzate (ad esempio la ricerca, le attività operative o il marketing) mentre nel caso della diversificazione collegata sussistono elementi in comune tra i diversi business, che creano legami nello svolgimento delle attività e nell'uso delle risorse. In caso di diversificazione collegata i nuovi business (nonché quelli della *target*) si aggiungono e si integrano ai precedenti in modo che ogni nuovo business sia legato almeno ad un altro preesistente, senza però formare un "*tutto monolitico*". Rumelt ha evidenziato che quando l'azienda si espande intorno a una risorsa principale tende ad essere in grado di offrire risultati migliori rispetto al caso in cui integri al suo interno attività e business nuovi dotati di pochi punti di connessione. Sulla base di tali evidenze appare rilevante che un'azienda orientata

verso una strategia di espansione diversificata cerchi di entrare in quei settori che, oltre a essere altamente redditizi, le consentono di utilizzare le proprie risorse per raggiungere un vantaggio competitivo.

Dal momento che la *Resource Based View o RBV* (Mwailu & Mercer, 1983; Wernerfelt, 1984; Rumelt, 1974; Penrose, 1959) sostiene che la diversificazione generi performance aziendali superiori rispetto a una strategia focalizzata solo quando è correlata, si è portati a supporre che i gruppi diversificati riescono a sfruttare al meglio le loro risorse utilizzandole all'interno di tutte le varie aziende, realizzando rendimenti aggiuntivi. Coerentemente a quanto precedentemente affermato, anche il lavoro di Barney (1991) ha dimostrato che le risorse critiche possono essere efficacemente condivise tra le diverse *business unit* solo quando le aziende operano in settori adiacenti. La condivisione delle risorse porta, infatti, al miglioramento delle prestazioni così che se un gruppo è altamente diversificato in attività non correlate non sarà in grado di sfruttare questa potenzialità in quanto anche le difficoltà di gestione per il top management accresceranno in modo consequenziale. Tali evidenze hanno trovato ulteriore conferma nel lavoro di Corbetta (2005) che ha sottolineato come le imprese con tassi di crescita maggiori sono quelle che hanno realizzato azioni di *narrow diversification* ovvero strategie basate sull'attuazione di una graduale diversificazione in ambiti adiacenti e/o svolte in aree limitrofe secondo un approccio *step-by-step*.

Nonostante le chiavi di analisi dei differenti ricercatori siano molteplici, gli studi tendono ad evidenziare che la diversificazione non determina l'effettivo miglioramento dei risultati economici dell'acquirente, soprattutto nel caso in cui l'azienda *target* opera in settori "distanti" rispetto all'acquirente.

A conferma di questi risultati si riportano anche le evidenze emerse dei lavori di Comment & Jarrel (1995) e di Berger & Ofek (1995). In particolare, Comment & Jarrel (1995) hanno sottolineato come la diversificazione tenda a dissipare il valore dell'azienda senza contribuire alla massimizzazione dei profitti, mentre Berger & Ofek (1995) hanno evidenziato che, considerando il livello diversificazione e i suoi risultati come variabili lineari e continue, l'effetto dell'operazione sulle performance è negativo così che, a parità di condizioni, maggiore è il grado di diversificazione, minore è la redditività media.

Anche lo studio di Doukas, Holmén & Travlos (2002), riguardante 101 acquisizioni effettuate da imprese svedesi tra il 1980 e il 1995, ha mostrato come la diversificazione conduca, generalmente, a risultati negativi sulle performance dell'acquirente e che solamente nei casi di espansione del *core business* si riescono a conseguire risultati positivi nei tre anni successivi l'acquisizione. L'analisi ha dimostrato che le acquisizioni di società attive in business correlati hanno portato a maggiori sinergie ed efficienze operative, e che il modello svedese di *Corporate Governance (CG)* promuove una struttura caratterizzata dalla presenza di pochi e forti proprietari privati con un orizzonte d'investimento di lungo termine e con una forte responsabilità sociale verso gli altri azionisti e la società in generale.

Da alcune ricerche è emerso che per riuscire a massimizzare i benefici della diversificazione è importante, e necessario, che i rendimenti dei due business siano correlati negativamente in modo da ridurre la probabilità che in entrambi i settori si manifestino andamenti negativi nello stesso momento.

Inoltre, gli studi condotti da Jensen (1986) e Stulz (1990) hanno sottolineato che, molte volte, i benefici della diversificazione non superano i costi radicati nell'aumento dei costi d'agenzia e le inefficienze

operative correlate alla diversificazione dell'azienda, mentre le analisi effettuate da John & Ofek (1995) hanno rilevato come le performance operative di lungo termine migliorano se le imprese cedono beni estranei al loro core business.

Figura, quindi, che se da una parte la diversificazione non correlata non rappresenta uno strumento in grado di aumentare le performance operative dell'impresa, risulta però la strategia atta a ridurre la volatilità dei flussi di cassa dell'*acquiror* (le variazioni assolute dei flussi di cassa annuali diminuiscono significativamente nel periodo post-acquisizione).

Sono numerosi gli studi hanno sottolineato l'esistenza di una relazione negativa tra le prestazioni di lungo termine dell'acquirente e del livello di diversificazione poiché le evidenze empiriche hanno evidenziato come un aumento della diversificazione porta a perdite aziendali di valore, nei casi di acquisizioni in business non correlati. Il fatto che il margine di profitto appaia in costante riduzione, in seguito all'acquisizione in business non correlati, porta a riconoscere che le imprese che espandono le loro attività acquisendo beni al di fuori del loro *core business* ottengono risultati reddituali negativi anche in una prospettiva temporale di lungo termine. La suddetta relazione negativa tra grado di diversificazione operativa della strategia di acquisizione e performance post-acquisizione è stata confermata anche dagli studi di Morck, Sheleifer & Vishny (1990), Lang & Stulz (1994), Berger & Ofek (1995) e Maquieria & al. (1998).

Sulla base di quanto emerso ed evidenziato della letteratura analizzata e dalle evidenze empiriche emerse, si rileva che per effettuare un'operazione di crescita per vie esterne "*di successo*", capace di generare risultati economici positivi, l'impresa acquisita dovrebbe operare in un settore adiacente. Tale relazione si fonda sul fatto che l'acquisizione di una società attiva nel medesimo business o in uno correlato, permette di instaurare – in modo effettivo - sinergie operative basate sullo sfruttamento congiunto delle risorse sia materiali che immateriali. In presenza di tali operazioni si delinea, quindi, la possibilità di condividere ed accrescere il *know-how* operativo aziendale, creare economie di scala e di scopo determinando, così, una contrazione dei costi interni, la riduzione degli sprechi e un complessivo potenziamento dell'efficienza operativa dell'impiego delle risorse. Alla luce dei suddetti elementi e interrelazioni, evidenziati da numerosi teorici, che hanno trovato riscontro nella evidenza empirica, si è portati ad attendere una relazione di tipo direttamente proporzionale tra il livello di correlazione dei business delle società coinvolte nelle operazioni di acquisizione e l'efficacia della strategia di crescita per via esterna in termini di generazione di redditività.

Ci si aspetta, quindi, che le acquisizioni di *target* attive in settori correlati producano un maggiore effetto positivo sui risultati economici e finanziari della azienda acquirente rispetto a quelle volte alla diversificazione che hanno, quindi, ad oggetto società *target* impegnate in business non correlati.

L'effetto della distanza sulle performance post - acquisizione

La distanza costituisce una variabile non trascurabile ai fini di progettare un percorso di crescita per via esterna che sia di successo. Aziende localizzate in paesi diversi, sebbene possano presentare numerose similitudini in termini di profilo/caratteristiche del business operativo e mercato di riferimento, presentano

delle diversità dal punto di vista culturale imputabili, ad esempio, ad alcuni elementi/fattori propri dello specifico paese, tra cui forma di governo, legislazione, religione, lingua, etc. Partendo da questa considerazione generale si sottolinea come nei processi di internazionalizzazione, che aspirano ad un successo competitivo duraturo, le strutture giuridiche e fiscali delle imprese rappresentano variabili imprescindibili poiché, molte volte, l'acquisizione è direttamente collegata alla crescita del gruppo in termini di numero delle unità giuridiche. L'ampliamento societario genera, quindi, un aumento delle problematiche regolamentari e fiscali imputabili alla necessità di ottemperare le differenti regolamentazioni, in modo da cogliere tutte le opportunità originate o consentite dagli ordinamenti stessi. Tali operazioni richiedono una maggiore cultura giuridica, una disponibilità a costituire una società holding che si interponga tra l'assetto proprietario e le società operative, oltre che una generale predisposizione ai cambiamenti, anche di tipo strutturale. Rossi & Volpin (2004), approfondendo le determinanti di fusioni e acquisizioni, in tutto il mondo, in relazione alle differenze tra leggi e regolamenti dei vari paesi, hanno mostrato come il numero di fusioni e di acquisizioni sia significativamente maggiore negli stati dotati di principi contabili ben definiti e con una forte protezione degli azionisti. In caso di acquisizioni internazionali *l'acquiror* deve, quindi, affrontare rischi e incertezze propri di un ambiente diverso da quello domestico.

Per valutare e classificare i *"paesi target"*, in base alla loro rischiosità, è necessario adottare un approccio multidimensionale che combini al tradizionale rischio di vulnerabilità macroeconomica anche i fattori critici legati alle caratteristiche sociali, al sistema operativo, al quadro regolamentare e competitivo, ai rischi geopolitici e finanziari dei mercati. La variabile macroeconomica deve essere, a sua volta, misurata considerando le variabili di flusso (come il deficit pubblico), gli indicatori di stock (quali il debito e la sua composizione) e l'output dell'analisi di eventuali disallineamenti tra le attività e le passività dei diversi operatori economici. Risulta importante includere fattori locali di rischio per ogni singolo Stato come la stabilità del governo, lo sviluppo economico, la distribuzione del reddito, l'ammontare del debito estero, l'apertura dei mercati finanziari, etc. Date queste considerazioni emerge che non esistono stati privi di rischio: anche i paesi economicamente più avanzati presentano un proprio livello di incertezza. Come evidenziato da Meldrum (2000) il *"rischio paese"* è *"l'insieme dei rischi che non si sostengono se si effettuano delle transazioni nel mercato domestico, ma che emergono nel momento in cui si effettua un investimento in un paese estero. Tali rischi sono maggiormente imputabili alle differenze di tipo politico, economico e sociale esistenti tra il paese originario dell'investitore ed il paese in cui viene effettuato l'investimento"*.

Relativamente a questa variabile, gli studi di Anderson & Reeb (2003) hanno sottolineato che la presenza di mercati di capitali trasparenti e ben regolamentati, con un alto livello di istruzione e un sistema legale efficiente tendono ad ostacolare l'insorgere di comportamenti opportunistici da parte della proprietà, garantendo una maggiore tutela agli azionisti di minoranza.

Anche la flessibilità della struttura proprietaria, la presenza di una forte concentrazione del controllo, le dimensioni contenute e la dotazione di una struttura organizzativa semplice, possono rappresentare fattori che favoriscono una maggiore capacità di gestire in modo reattivo il cambiamento, consentendo di competere più efficacemente sul mercato.

Per quanto riguarda la relazione tra operazione di acquisizione e redditività aziendale, numerosi studi e ricerche si sono focalizzati sulla comprensione e sull'approfondimento di questo legame rilevando che i risultati post-acquisizione figurano, molte volte, connessi alla dimensione geografica dell'operazione. Sebbene alcune ricerche abbiano mostrato che anche le acquisizioni internazionali siano in grado di generare valore (Francis, Hansan & Sun, 2007), la maggior parte degli studi ha, per contro, evidenziato come le operazioni domestiche (o aventi ad oggetto aziende localizzate in paesi culturalmente ed economicamente simili) siano quelle che creano un maggiore ritorno economico in termini sia di redditività aziendale che di valore per gli azionisti (Martynova & Renneboog, 2008; Antoniu, Petmezas & Zhao, 2007).

Lo studio di Kling, Ghobadian, Hitt, Weitzel & O'Reagan (2014)⁴¹, volto a monitorare 478 aziende quotate statunitensi ed europee che hanno compiuto operazioni di acquisizione tra il 2002 ed il 2007, ha evidenziato come le acquisizioni internazionali siano in grado di generare benefici statisticamente significativi e superiori se queste erano già attive a livello globale. Le multinazionali appaiono, quindi, capaci di trarre un vantaggio superiore dalle acquisizioni di *target* estere soprattutto se già internazionalizzate poiché hanno la possibilità e la capacità di sfruttare le *skills* manageriali sviluppate oltre che l'esperienza maturata precedentemente attraverso l'interazione sui mercati internazionali.

Considerando che i risultati riportati dagli studiosi hanno affermato ed avvalorato il ruolo che la distanza culturale e, quindi, i fattori specifici dei paesi in cui hanno sede l'azienda acquirente ed acquisita, hanno in una operazione di crescita per via esterna, si afferma che le performance aziendale post – acquisizione risenta di tale variabile. In particolare, non solo si ipotizza che sussiste una relazione tra dimensione geografica della strategia di crescita per via esterna e redditività post – operazione dell'azienda acquirente, ma che anche la forza di tale legame sia direttamente connessa alla distanza geografica dei paesi di localizzazione delle imprese coinvolte.

Tali evidenze portano, quindi, a desumere che le operazioni *crossborder* generano performance post acquisizione effettivamente superiori al ridursi della distanza culturale tra l'azienda acquirente e la *target*.

Struttura proprietaria e performance post-acquisizione

Come ampiamente rilevato dalla letteratura (Caprio et al., 2011 ; Franks et al., 2012 ; Bauguess & Stegemoller 2008), e confermato dal primo paper (“*Le strategie di acquisizione delle imprese familiari e non familiari: un’analisi empirica sull’Italia 2000-2014*”), le aziende familiari presentano una minore predilezione verso la realizzazione di strategie di acquisizione rispetto alle aziende non familiari in quanto caratterizzate da un comportamento avverso al rischio e da un atteggiamento conservativo. Nonostante la minore propensione di questa categoria d'impresе, verso l'implementazione di strategie di acquisizione, le aziende familiari si dimostrano più abili nella gestione della crescita per vie esterne e nella generazione di valore post-acquisizione rispetto alle non familiari. Numerosi autori, tra cui Bouzgarrou & Navatte (2013), Ben- Amar & André (2006),

⁴¹ Kling, Ghobadian, Hitt, Weitzel & O'Reagan (2014) , “*The effects of crossborder and cross-Industry Mergers and Acquisitions on Home-region and Global Multinational Enterprises*”, British Journal of Management

Anderson & Reeb (2003), Villalonga & Amit (2006) e Andres (2008), hanno evidenziato come la familiarità dell'impresa, e quindi le sue caratteristiche intrinseche alla natura di questa tipologia aziendale, incida positivamente sul valore aziendale tanto che le aziende familiari figurano più performanti delle non familiari nella gestione e concretizzazione delle operazioni di acquisizione. Tale risultato trova base in differenti motivazioni. In primo luogo le aziende familiari investono, tendenzialmente, la maggior parte della loro ricchezza all'interno dell'azienda con l'obiettivo di assicurare e tutelare il processo di trasferimento della stessa alle generazioni future secondo una prospettiva temporale di lungo termine. Coerentemente a questo approccio si è portati ad evidenziare e ad ipotizzare che le aziende familiari prediligano realizzare comportamenti conservativi e poco rischiosi che le portano ad implementare strategie di acquisizione solamente nel momento in cui queste possano effettivamente creare valore. Così come evidenziato da Bouzgarrou & Navatte (2013), l'approccio cautelativo verso le operazioni di acquisizione favorisce processi di selezione della *target* più accurati e duraturi oltre che lo sviluppo di processi di integrazione maggiormente strutturati. Suddetti elementi portano, a loro volta, all'implementazione di acquisizioni più "sicure" che sottendono minori rischiosità in termini di risultato generato/atteso.

Sulla base di quanto sottolineato da Barontini & Caprio (2006), che hanno evidenziato come le maggiori performance delle familiari siano connesse alla loro struttura manageriale e proprietaria, altre ricerche hanno chiaramente evidenziato che le familiari più abili nella gestione delle acquisizioni e nella creazione di redditività sono quelle in cui il fondatore ricopre anche la carica di leader aziendale (Sraer & Thesmar, 2007) oppure quelle dove il coinvolgimento della famiglia è soprattutto a livello proprietario, piuttosto che gestionale (Maury, 2006 ; Andres, 2008). Anche lo studio elaborato da Anderson & Reeb (2003), secondo il quale la maggiore efficacia della struttura familiare nella gestione dei processi di acquisizione è anche connessa ad una maggiore conoscenza dell'operatività aziendale, delle tecnologie implementate e, soprattutto, della condivisione della visione e della *mission* societaria porta a desumere che le familiari siano una tipologia di aziende più abili ad acquisire. Le teorie presentate e i relativi risultati conseguiti portano ad ipotizzare che le aziende familiari siano più competenti nella gestione delle operazioni di acquisizione rispetto alle non familiari.

3. CAMPIONE E METODOLOGIA

3.1 Il campione

Il campione analizzato è costituito da 946 imprese italiane, familiari e non familiari, che hanno realizzato almeno una operazione di acquisizione di controllo tra il 2000 e il 2014 e hanno registrato un fatturato superiore ai 50 milioni di euro al 31.12.2014. In particolare, il campione si compone nel seguente modo: 538 imprese familiari e 408 imprese non familiari (tra le aziende non familiari si distinguono 140 filiali di multinazionali, 92 coalizioni e 81 imprese statali o enti locali).

Si ricorda che ai fini dello svolgimento dell'analisi e della categorizzazione delle imprese, sono state identificate come aziende familiari, tutte le imprese che soddisfano la definizione indicata dal *European Business Group-GEEF*⁴². Sulla base di tali indicazioni e della definizione di Corbetta (2010)⁴³ si è proceduto a riconoscere come imprese familiari tutte le aziende la cui maggioranza assoluta di azioni di proprietà è detenuta da una o al massimo da due famiglie. Si ricorda, inoltre, che è stata attuata una distinzione tra società quotate e società non quotate. Ai fini della computazione delle stesse come aziende familiari si è proceduto come segue. Nel caso in cui la società non sia quotata, questa è stata definita familiare se posseduta da una famiglia o al massimo due famiglie congiuntamente titolari di una quota minima del 50 per cento delle azioni (percentuale azionaria capace di garantire un effettivo e stabile controllo). Per contro, se l'azienda è quotata questa viene considerata familiare se una famiglia, o al massimo due, possiedono una quota minima del 25 per cento del capitale (Andres, 2008; Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Miller & al, 2013).

L'analisi è stata divisa in due parti principali. In particolare, la prima parte si focalizza sulle imprese familiari e sulle imprese non familiari mentre la seconda è un approfondimento sulle sole aziende con proprietà di tipo familiare. Nel paragrafo 4.3 (Acquisizioni e performance) dello studio sono state indagate le performance post acquisizione delle aziende a controllo familiare e non familiare. Nello specifico, l'analisi comparativa dei due cluster (aziende familiari e aziende non familiari) è stata preceduta da un preliminare approfondimento sul campione aggregato, volto a comprendere se l'implementazione della strategia di crescita per via esterna abbia portato alla generazione di valore aziendale. Attraverso questo studio ci si propone, infatti, di individuare e di comprendere quali tipologie di operazioni di acquisizione abbiano creato, o distrutto, valore economico. Si intende, quindi, verificare quale sottoinsieme di imprese (familiare e o non familiare) abbia maggiormente beneficiato dell'acquisizione e se le caratteristiche o le tipologie delle operazioni, in termini di grado di diversificazione operativa e geografica, abbiano costituito dei fattori che hanno inciso sulla determinazione del risultato economico aziendale post acquisizione. La seconda parte dell'analisi si focalizza sulle sole aziende familiari (paragrafo 4.4 "Acquisizioni e performance delle imprese familiari") ed è preposta

⁴² Si riporta la definizione di "impresa familiare" presentata dall'European Business Group-GEEF: "A firm, of any size, is a family enterprise if: The majority of votes is in possession of the natural person(s) who established the firm, or in possession of the natural person(s) who has/have acquired the share capital of the firm, or in possession of their spouses, parents, child or children's direct heirs. 2. The majority of votes may be indirect or direct. 3. At least one representative of the family or kin is involved in the management or administration of the firm. Listed companies meet the definition of family enterprise if the person(s) who established or acquired the firm (share capital) or their families or descendants possess 25 per cent of the right vote mandated by their share capital."

Il GEEF è un organo costituito dalla Commissione Europea. Il GEEF è la federazione ombrello pan-europea che raccoglie le associazioni nazionali che rappresentano le imprese familiari piccole, medie o grandi. L'organizzazione è stata creata nel 1997 con il nome di GEEF (*European Group of Owner Managed and Family Enterprises*). Nel 2009 il nome fu cambiato per garantire un livello superiore di esposizione di pubblico europeo.

⁴³ Corbetta (2010) ha specificato che "la natura di familiare" si acquisisce nel solo momento in cui i fondatori coinvolgono direttamente nei loro processi decisionali i membri della famiglia di appartenenza poiché, se così non fosse, le aziende assumerebbero i tratti familiari sin dal momento della loro fondazione. La finalità della longevità e dell'operatività aziendale deve essere, quindi, strettamente connessa all'evoluzione del nucleo familiare e alle decisioni prese al suo interno.

a verificare se e come le loro peculiari caratteristiche strutturali, nonché la configurazione di *Corporate Governance* (CG) e la struttura proprietaria, impattino sui risultati seguenti la scelta di crescere per vie esterne. Ci si propone, quindi, di verificare come la partecipazione e il diretto coinvolgimento della famiglia proprietaria incida e condizioni i risultati aziendali. L'analisi prevede non solo di comprendere come il coinvolgimento dei membri della famiglia influenzi le performance, ma anche di identificare quali siano le strutture di governo delle aziende familiari (composizione del Consiglio di Amministrazione, tipologia di modello di governo, leadership etc.) che favoriscono l'ottenimento di positive e superiori performance economico-reddituali.

3.2 La fonte dei dati

Sulla base dell'obiettivo di garantire continuità metodologica e comparabilità col primo paper "*Le strategie di acquisizione delle imprese familiari e non familiari: un'analisi empirica sull'Italia 2000-2014*" sono state utilizzate le medesime fonti dei dati/informazioni adottate per la prima ricerca.

In particolare, per quanto riguarda i dati relativi alle performance economico - finanziarie, l'insieme delle informazioni di bilancio d'esercizio (stato patrimoniale e conto economico), gli indici economico - finanziari e le misure di mercato sono state raccolte per mezzo dell'utilizzo delle banche dati AIDA e ORBIS (entrambi i database sono forniti da Bureau Van Dijk Electronic Publishing) mentre per i dati sulle operazioni di acquisizioni, effettuate tra il 2000 e il 2014, è stato utilizzato il database di Zephyr. Si evidenzia che sono state raccolte le informazioni riguardanti le sole acquisizioni completamente eseguite (indicate nella banca dati Zephyr come "*completed*") e di controllo (l'azienda acquirente ha conseguito - per mezzo di quella specifica operazione di acquisizione - la quota di maggioranza della *target*); sono, per contro, stati esclusi i casi di c.d. "*rumors*" (operazioni annunciate e/o iniziate ma non giunte a completamento al 31.12.2014) e le operazioni volte ad acquistare una quota non maggioritaria della *target*.

Inoltre, per le sole aziende familiari sono state rilevate le informazioni pertinenti la loro struttura proprietaria e di *Corporate Governance*, ai fini di poter monitorare il reale coinvolgimento dei membri della famiglia nella vita d'impresa (in termini di controllo azionario e di svolgimento attività dirigenziali/guida e leadership aziendale). Tali dati, relativi alle informazioni sugli assetti proprietari, sul ruolo del primo azionista, sull'evoluzione temporale della struttura proprietaria etc., sono stati reperiti sul database della Camera di Commercio di Milano delle imprese italiane. Le informazioni sulla struttura di CG, inclusive di quelle sulla configurazione e sulla composizione del Consiglio di Amministrazione (ad esempio le informazioni sul numero di amministratori, consiglieri giovani, cariche detenute da familiari e da soggetti esterni, *CEO duality*, etc.), i dati sul CEO, sui consiglieri, sui consiglieri titolari di quote societarie (come ad esempio, età, sesso, permanenza in carica, legame familiare, azioni, etc.), sono stati ottenuti tramite molteplici fonti tra cui le relazioni annuali del governo societario, il sito web della società, la banca dati AIDA, gli articoli di stampa specializzata etc. Per l'attribuzione della familiarità ai soggetti coinvolti nell'impresa (con particolare riferimento ai maggiori azionisti, oltre che al leader e ai consiglieri) è stata analizzata la coincidenza del cognome a quello della famiglia di controllo; queste informazioni sono state reperite sulle

relazioni aziendali (Amore, Garofalo, & Minichilli, 2014; Miller & al 2013, Minichilli. 2015), sui siti web aziendali, con particolare riferimento ai profili dei dirigenti e degli amministratori etc. (Minichilli 2015).

3.3 Le misure di performance post-acquisizione

Alla luce dell'obiettivo di questo lavoro, ovvero analizzare le performance delle aziende che hanno effettuato almeno un'acquisizione tra il 2000 e il 2014 in seguito all'implementazione della strategia di crescita per via esterna, sono state individuate ed utilizzate le seguenti variabili.

Ai fini di presentare le misure selezionate, si evidenzia che dall'approfondimento degli studi precedenti, volti a comprendere la relazione tra strategia di crescita per via esterna e performance post-acquisizione, sono emersi diversi approcci e modalità di misurazione delle performance e del valore aziendale. Queste procedure si distinguono, in particolare, in due macro gruppi di misure, ovvero misure quantitative e qualitative. Afferiscono al primo macro-gruppo (misure quantitative), l'insieme delle variabili direttamente collegate alle voci di bilancio (Harrison & al., 1991; Feea & Thomas, 2004; DeLong & DeYoung, 2007), oltre che le misure finanziarie di lungo periodo (Agrawal & al., 1992), e quelle preposte a comprendere la variazione della quota di mercato post acquisizione. Tra le misure qualitative, invece, si annoverano quelle finalizzate a rilevare i processi di innovazione e quelle legate al trasferimento delle conoscenze e al loro sviluppo/potenziamento.

Le variabili/indici di performance possono, a loro volta, essere suddivise in misure di breve e di lungo periodo. Le prime includono le sole performance scaturenti dalle fasi iniziali del processo d'integrazione nonché il completamento della transazione, e i primi impatti generati dal processo d'integrazione (tendenzialmente queste misure coprono i risultati conseguiti entro il primo anno successivo alla data di completamento della transazione). Le misure di lungo periodo sono, invece, volte a coprire l'intero periodo dell'acquisizione che si estende dallo sviluppo del business plan sino alla creazione (o distruzione) del valore aziendale, conseguente all'effettiva integrazione tra le società. Si ricorda che la creazione di valore è strettamente connessa sia al contesto operativo che agli obiettivi (con particolare riferimento a quelli identificati come prioritari) oltre che alle specifiche caratteristiche dell'ambito in cui l'operazione di acquisizione viene sviluppata e concretizzata (Zollo & Meier, 2008).

Per lo svolgimento della presente analisi è stato usato un approccio fondato sulla valutazione quantitativa dei risultati dell'operazione di acquisizione ed è stata adottata una prospettiva temporale di medio e lungo periodo. In particolare, è stata considerata, come misura di valutazione della redditività della strategia, la variazione assoluta della media del *Return on Assets* (ROA) dell'*acquiror* nei tre anni prima e dopo l'acquisizione⁴⁴. Essendo il ROA un indice di bilancio che misura la redditività della gestione operativa, tale

⁴⁴ La scelta di usare come variabile per l'analisi della redditività post-acquisizione il ROA medio del triennio anteriore e posteriore l'operazione può costituire un limite per la ricerca, in quanto determina necessariamente la perdita di parte delle osservazioni a causa dell'indisponibilità del dato per tutte le imprese. Tale scelta trova giustificazione nella volontà di offrire dati e analisi più veritiere.

Nonostante l'utilizzo del ROA medio triennale determini la perdita delle osservazioni relative alle operazioni conseguite nel periodo 2000-2002 e a quelle realizzate negli anni 2012-2014 offre dati più oggettivi che permettono di sviluppare valutazioni più accurate ed esaustive,

indicatore è stato riconosciuto come una buona *proxy* del valore generato dalla crescita esterna in quanto quantifica il valore creato dall'impresa mediante la gestione operativa rispetto alle risorse impiegate per creare tale valore.

Inoltre, il ROA, essendo una delle misure proposte dalla dottrina aziendalistica costituisce anche un indicatore “spurio” poichè consente di comparare la redditività generata dall'acquisizione senza risentire della modalità di finanziamento adottata per effettuare la stessa. Il ROA permette, quindi, di rilevare il valore generato dall'acquisizione al netto della struttura finanziaria adottata dall'*acquiror* (il rapporto di indebitamento non è legato alle variabili usate per la computazione del suddetto indice).

La selezione del ROA, quale corretta proxy della performance post acquisizione, si fonda anche nell'analisi e approfondimento della letteratura in quanto costituisce una variabile usata in numerosi studi, come quello di Bertrand & Betschinger (2011) oltre che a quello di Vennet, Yet & Hoshino (2002), lavori preposti a valutare le performance post acquisizioni. Anche Zollo & Singh (2004) hanno misurato le performance dell'acquisizione computando la differenza, al netto degli effetti del settore, tra il ROA dell'anno precedente l'acquisizione e quello ottenuto il terzo anno successivo all'implementazione dell'operazione.

3.4 Variabili analizzate

I dati raccolti per entrambi i due sotto campioni delle imprese familiari e non familiari sono, a loro volta, direttamente riconducibili a quattro principali macro-categorie, ovvero:

- Variabili relative alle operazioni di acquisizione;
- Variabili relative alle caratteristiche dell'impresa acquirente;
- Variabili relative alla relazione famiglia – impresa (per le sole imprese familiari);
- Altre variabili di *Corporate Governance* (per le sole imprese familiari).

3.4.1 Variabili relative alle operazioni di acquisizione

Ricadono all'interno della categoria “*Variabili relative alle operazioni di acquisizione*” l'insieme delle misure volte a comprendere la tipologia di acquisizione in termini di localizzazione della *target* (acquisizione domestica vs internazionale) e di business operativo (acquisizione per la diversificazione vs acquisizione correlata vs acquisizione nello stesso settore). Si evidenziano, in questo sotto-insieme di misure anche quelle adibite alla rilevazione del valore generato (o distrutto) dall'implementazione dell'acquisizione (misure economico-finanziarie relative alle performance post acquisizione⁴⁵).

Distanza culturale - Questa variabile, sviluppata sulla base del modello sviluppato da Hofstede⁴⁶, misura la distanza culturale tra le aziende coinvolte nell'acquisizione. Il modello di Hofstede appare efficace

⁴⁵ I dati si riferiscono ai risultati conseguiti dall'azienda acquirente (ROA impresa acquiror).

⁴⁶ Il modello di Geert Hofstede parte dalla definizione della cultura come “*un insieme di schemi mentali collettivi che distinguono i membri di una categoria di persone da un'altra*” (Hofstede, 1994). Hofstede, attraverso uno studio realizzato

poichè permette di rilevare la distanza dei business in termini di aspetti politici/legali, struttura competitiva, livello dell'economia, pratiche di business, linguaggio. Sulla base del riconoscimento della distanza culturale come una variabile multidimensionale, partendo dal modello di Hofstede e dagli studi di Stulz & Williamson (2003) e di La Porta et al. (1998), sono state rilevate alcune delle sue determinanti.

Come ulteriori misure di distanza tra paese dell'impresa acquirente e paese dell'impresa acquisita, sono state analizzate le differenze in termini di religione, lingua e forma di governo tra i paesi in cui sono collocate le aziende coinvolte nell'operazione di acquisizione.

Nello specifico:

- la variabile *Religione* è stata misurata come una dummy che assume valore pari a 1 se la religione principale tra i due paesi coincide e 0 in caso contrario;
- la misura *Lingua* è stata valutata come una dummy che assume valore pari a 1 se la lingua principale tra i due paesi coincide e 0 in caso contrario;
- la variabile *Forma di governo* è stata computata come una dummy che assume valore pari a 1 se la forma di governo tra le due nazioni coincide e 0 in caso contrario.

La scelta di usare anche queste ulteriori variabili si fonda nel riconoscimento della religione, della lingua e della forma di governo come elementi rilevanti, che possono, quindi, avere una diretta incidenza sui processi d'integrazione e di gestione dell'operazione di acquisizione. La distanza culturale è stata, quindi, valutata sia analizzando ogni singolo fattore (religione, lingua e forma di governo) che aggregandoli in modo da poter ottenere una misura complessiva e graduabile di distanza culturale⁴⁷.

Distanza economica - Questa variabile è stata misurata come la differenza tra il PIL a Parità del Potere d'Acquisto (PPA) del paese dell'*acquiror* e il PIL a Parità del Potere d'Acquisto (PPA) del paese della *target*.

Acquisizione internazionale - La variabile rileva se la società che ha effettuato l'acquisizione e la *target* sono localizzate nello stesso paese. Nello specifico, una acquisizione è definita *crossborder* se la *target* non è

tra il 1967 e il 1973 sul comportamento di circa 100.000 dipendenti IBM, attivi in circa 70 paesi, ha sviluppato un modello basato su quattro dimensioni che illustrano le culture che contraddistinguono i vari paesi. In particolare Hofstede ha identificato le seguenti variabili: 1) distanza dal potere; 2) individualismo – collettivismo; 3) mascolinità – femminilità; 4) avversione al rischio; 5) orientamento al futuro.

Rajesh Chakrabarti et al (2009) hanno sviluppato uno studio sulle acquisizioni utilizzando il suddetto modello per approfondire la distanza culturale tra le società coinvolte. I due studiosi, in particolare, hanno computato la distanza come la combinazione delle dimensioni ortogonali Hofstede: individualismo, avversione al rischio, distanza dal potere e mascolinità. La variabile è calcolata come segue:

$$\text{Hofstede Dist} = \frac{\sqrt{\sum_{i=1}^4 (S_{A,i} - S_{T,i})^2}}{4}$$

dove SA è la dimensione valoriale della azienda acquirente ST la dimensione valoriale della *target*. Calcolata la Distanza di Hofstede, si è proceduto a computare il suo logaritmo naturale Ln (Distanza di Hofstede).

⁴⁷ La distanza culturale è stata, quindi, graduata nel seguente modo:

- i) distanza culturale bassa (caso in cui *target* e *acquiror* condividono due dei fattori analizzati),
- ii) distanza culturale media (caso in cui *target* e *acquiror* condividono un unico fattore),
- iii) distanza culturale alta (caso in cui tutti i fattori differiscono tra *target* e *acquiror*).

un'azienda italiana. La variabile *Acquisizione crossborder* è calcolata come una dummy che assume valore pari ad 1 nel caso in cui l'operazione di *Acquisizione* sia *crossborder* e valore uguale a 0 in caso contrario. Si evidenzia che ai fini di fornire un maggior grado di approfondimento della localizzazione della *target* nel caso di acquisizione internazionale, si è proceduto a computare la variabile *Acquisizione Europea* (variabile dummy), volta a rilevare se la sede legale dell'azienda acquisita è in Europa. Dal punto di vista metodologico e operativo si evidenzia che nel caso in cui la *target* sia localizzata in Europa l'acquisizione è stata operazionalizzata assegnandole valore pari ad 1 mentre qualora l'azienda acquisita abbia sede oltre i confini europei all'operazione è stato associato valore pari a zero.

Acquisizione per la diversificazione – La variabile analizza le caratteristiche dell'operazione di acquisizione in termini di grado di similarità del settore operativo tra la società che ha effettuato l'acquisizione e la *target*. Coerentemente alla metodologia presentata da Wang & Zajac (2007) e da Gomez-Mejia (2015), il grado di diversificazione tra la società acquirente e la *target* è stato computato attraverso la comparazione dei loro codici NACE. Nello specifico, nel caso in cui i primi tre digit del codice NACE coincidano, l'operazione è stata definita come acquisizione nello stesso business, se solo i primi due digit del codice NACE corrispondono l'operazione è stata identificata come acquisizione in un business correlato, mentre nel caso in cui non ci sia coincidenza tra i primi due digit l'acquisizione è stata riconosciuta come in business diversi.

3.4.2 Variabili relative a caratteristiche dell'impresa acquirente

Ricadono all'interno della categoria delle “*Variabili relative alle caratteristiche dell'impresa acquirente*” l'insieme delle misure che monitorano dimensione, età, localizzazione dell'azienda che ha effettuato l'operazione di acquisizione.

Dimensione dell'azienda – Questa variabile è calcolata come il valore della produzione dell'impresa acquirente.

Età dell'azienda - Tale misura rileva l'età dell'azienda acquirente; la variabile può essere considerata una buona proxy dell'esperienza aziendale e della sua dotazione di risorse. Si desume, infatti, che all'aumentare dell'età aziendale accresca anche la sua dotazione di risorse e di esperienze.

Localizzazione dell'acquirente – Questa variabile rivela in quale area dell'Italia è localizzata l'azienda acquirente. Nonostante tutte le *acquiror* analizzate siano italiane figura interessante comprendere se la loro collocazione e, quindi, le caratteristiche del mercato di riferimento, incidano sui risultati dell'acquisizione. Per misurare questa variabile sono state sviluppate quattro variabili dummy corrispondenti a quattro diverse localizzazioni: Nord-ovest; Nord-Est; Centro; Sud e Isole.

3.4.3 Variabili relative alla relazione famiglia – impresa (per le sole imprese familiari)

Considerando l'obiettivo di comprendere la relazione tra il coinvolgimento della famiglia e la propensione verso la realizzazione di strategie di crescita esterna, sono state raccolte, per le sole aziende familiari, alcune variabili preposte a monitorare la partecipazione dei membri della famiglia proprietaria alla vita aziendale,

in termini sia di grado di coinvolgimento nella proprietà che nella direzione societaria.

Concentrazione della proprietà familiare – Questa variabile rappresenta la percentuale delle azioni direttamente detenute dai membri della famiglia proprietaria. Se la variabile assume un valore prossimo a 1, si rileva la presenza di una forte concentrazione della proprietà nelle mani di un unico grande *blockholder* familiare, mentre nel caso in cui la variabile assuma un valore prossimo a 0, si segnala l'assenza di un unico *blockholder* a favore della presenza di due o tre azionisti della famiglia che detengono un ruolo rilevante, ma quasi identico tra loro (Minichilli et al. 2015).

Coinvolgimento della famiglia nel CdA – La variabile è misurata come la percentuale⁴⁸ di consiglieri familiari inseriti nel consiglio d'Amministrazione (CdA). Valori prossimi ad 1 indicano una forte partecipazione dei membri della famiglia al controllo e alla guida aziendale. Per contro un valore prossimo a 0 segnala una situazione in cui i membri della famiglia non sono direttamente, o fortemente, coinvolti nelle decisioni strategiche aziendali. Una partecipazione diretta dei membri della famiglia al governo d'azienda ha un importante impatto sul processo decisionale, sulla definizione degli obiettivi strategici, quindi, anche sui risultati aziendali.

Familiarità del CdA inferiore al 50% - La variabile si propone di rilevare se il numero di consiglieri familiari è inferiore al 50%. Tale misura è stata computata come una dummy che assume valore pari ad 1 nel caso in cui la percentuale di consiglieri non familiari sia inferiore al 50% e 0 altrimenti (percentuale di consiglieri familiari superiore al 50%).

3.4.4 Altre variabili di Corporate Governance (per le sole imprese familiari)

Rientrano in questa categoria di variabili, computate per le sole aziende familiari, l'insieme di misure che monitorano le caratteristiche del CdA e la struttura di governo.

Amministratore Unico (AU) – La misura rileva se il leader aziendale detiene la carica di AU (forma di governo tipica del contesto italiano dove la posizione di leadership è posseduta da un soggetto che governa l'impresa senza che sia affiancato da un CdA). La variabile è computata come una dummy che assume valore pari a 1 se l'azienda è condotta da un AU e 0 altrimenti.

Presidente Esecutivo (PE) – L'indicatore monitora se il leader aziendale ricopre la carica di PE (forma di governo tipica del contesto italiano dove la posizione di leadership è detenuta da un soggetto che guida l'impresa affiancato da un CdA; forma di governo priva della carica di Amministratore Delegato). La variabile è computata come una dummy che assume valore pari a 1 se l'azienda è condotta da un Presidente Esecutivo e 0 altrimenti.

Modello di Governo Amministratore Delegato (AD) – La variabile è volta a rilevare se il modello di governo dell'azienda è quello dell'Amministratore Delegato (AD). Un'azienda si definisce dotata del modello di governo dell'Amministratore Delegato se è guidata o da un singolo AD o da un insieme di

⁴⁸ Variabile calcolata come il rapporto tra il numero di amministratori familiari e il numero totale di amministratori costituenti il CdA.

Amministratori Delegato (Leadership Collegiale o Team di AD). Dal punto di vista metodologico ed analitico la variabile è stata computata come dummy che assume valore pari a 1 nel caso in cui l'azienda sia condotta da uno da più AD e 0 viceversa (il modello di governo è quello dell'Amministratore Unico o del Presidente Esecutivo).

Amministratore Delegato (AD) – La misura analizza se il leader aziendale occupa la posizione di AD; la variabile è computata come una dummy che assume valore pari a 1 se l'azienda è condotta da un AD e 0 altrimenti.

Leadership Collegiale – Questa variabile rileva se l'azienda è guidata da un team di AD; l'indicatore è calcolato come una dummy che assume valore pari a 1 se l'azienda è condotta da una Leadership Collegiale e 0 altrimenti.

4. ANALISI DELLE ACQUISIZIONI

4.1 Acquisizioni, una breve overview

Con l'obiettivo di delineare un'analisi accurata delle strategie di acquisizione delle aziende familiari italiane effettuate tra il 2000 e il 2014 risulta rilevante offrire un quadro generale delle caratteristiche di suddette aziende. In particolare i dati evidenziano che le aziende familiari, che hanno effettuato almeno una operazione di acquisizione, hanno un'età media di 35,1 anni (oltre il 60% di queste aziende è attiva da oltre 25 anni)⁴⁹, sono localizzate soprattutto nel Nord Italia con particolare riferimento all'area occidentale (il 49,4% delle aziende ha sede in quest'area)⁵⁰ e si caratterizzano per una dimensione medio – piccola in quanto presentano un valore medio della produzione pari a 986,5 milioni di euro.⁵¹

Localizzazione e business operativo

Ai fini di valutare le caratteristiche delle operazioni di acquisizione evidenziando la distanza, sia culturale che economica tra azienda acquirente ed acquisita, si è proceduto, in primo luogo, ad attuare una distinzione tra acquisizioni domestiche da internazionali in base al loro settore operativo (stesso settore dell'azienda acquirente, settore correlato a quello dell'acquirente, business diverso a quello dell'acquirente).

Le acquisizioni domestiche rappresentano la maggioranza delle acquisizioni costituendo circa il 60% del totale delle operazioni di crescita per via esterna effettuate tra il 2000 e il 2014 (nel dettaglio tale categoria di operazioni rappresenta il 54,9% delle acquisizioni effettuate dalle aziende familiari e il 72,7% di quelle realizzate dalle aziende non familiari). In particolare, si nota, relativamente alle acquisizioni di *target* italiane (effettuate sia dalle aziende familiari che dalle non familiari), che il 58,3% delle operazioni di crescita per via

⁴⁹ Dato aggiornato al 31.12.2014.

⁵⁰ Dato aggiornato al 31.12.2014.

⁵¹ Dato aggiornato al 31.12.2014.

esterna ha ad oggetto una società attiva in un business differente rispetto a quello dell'acquirente, il 29,6% delle acquisite è attiva nello stesso business e solo il 12,1% opera in un settore correlato.

Dalla scomposizione del campione nei suoi due sottogruppi - aziende familiari e aziende non familiari - emerge che, anche tra le familiari, che hanno acquisito imprese italiane, prevalgono nettamente quelle attive in business diversi (60,1%), seguite da quelle impegnate nello stesso business (28,8%) e da quelle operative in un settore correlato (11,1%). La medesima dinamica emerge, anche, tra le non familiari poiché hanno acquisito, nel 56,7% dei casi, una *target* attiva in un business diverso, nel 13% una impegnata in un settore correlato e nel 30,4% una operativa nello stesso business (Tabella 1).

	Target Italiana			Totale
	Stesso Business	Business Correlato	Business Diverso	
Aziende Familiari e Non Familiari	29,6%	12,1%	58,3%	100%
Aziende Familiari	28,8%	11,1%	60,1%	100%
Aziende Non Familiari	30,4%	13,0%	56,7%	100%

	Target Internazionale			Totale
	Stesso Business	Business Correlato	Business Diverso	
Aziende Familiari e Non Familiari	34,6%	10,0%	55,4%	100%
Aziende Familiari	37,4%	8,9%	53,7%	100%
Aziende Non Familiari	28,6%	12,1%	59,2%	100%

Tabella 1: Tipologia di operazioni acquisizione in caso di *target* domestica e internazionale

Relativamente alle sole acquisizioni di tipo internazionale (effettuate congiuntamente da aziende familiari e non familiari) si nota che la maggioranza sono quelle effettuate con obiettivi di diversificazione (55,4%), seguite da quelle con *target* impegnate nello stesso business (34,6%); risultano pari al 10% le acquisizioni dove l'acquisita è attiva in un business correlato.

La comparazione tra aziende familiari e non familiari non evidenzia significative differenze tra i due sottogruppi (Tabella 2) sebbene il primo presenti una maggiore propensione verso le acquisizioni nello stesso business⁵².

Anche la distinzione delle acquisizioni internazionali, tra operazioni con *target* europea ed extra europea, conferma, in entrambi i casi, come le aziende monitorate (aziende familiari e non familiari) siano maggiormente propense verso operazioni di acquisizione dove l'acquisita è attiva in un settore differente (acquisizioni per la diversificazione). Relativamente alle operazioni con *target* europea (Tabella 2), dove il 53,4% delle operazioni di acquisizione è per la diversificazione, si rileva che le imprese non familiari presentano una superiore predilezione verso questa tipologia di operazione rispetto alle aziende familiari (56,7% vs 51,8% delle familiari) e una minore predilezione verso acquisizioni di *target* impiegate nel loro medesimo business (30,9% vs 38,5% delle familiari⁵³).

⁵² Le acquisizioni effettuate dalle aziende familiari di società impiegate nello stesso business è pari al 37,4% rispetto a quelle realizzate dalle non familiari, uguale al 28,6%.

⁵³ Differenza statisticamente significativa: T-test (p-value < 0,1).

Per quanto concerne le operazioni con *target* extra europea, si conferma e si avvalorza la medesima dinamica delle acquisizioni europee poiché le aziende non familiari hanno conseguito più acquisizioni per la diversificazione (67,4% vs 55,5% delle familiari⁵⁴) e meno acquisizioni di *target* impegnate in business correlati (20% vs 35,8% delle familiari⁵⁵).

	Target Europea			Totale
	Stesso Business	Business Correlato	Business Diverso	
Aziende Familiari e Non Familiari	36,1%	10,6%	53,4%	100%
Aziende Familiari	38,5%	9,7%	51,8%	100%
Aziende Non Familiari	30,9%	12,4%	56,7%	100%

	Target Extra-Europea			Totale
	Stesso Business	Business Correlato	Business Diverso	
Aziende Familiari e Non Familiari	30,2%	10,1%	59,7%	100%
Aziende Familiari	35,8%	8,7%	55,5%	100%
Aziende Non Familiari	20,0%	12,6%	67,4%	100%

Tabella 2: Dettaglio delle tipologie di acquisizioni internazionali (scomposizione per operazioni con *target* europea ed extra-europea)

4.2 Acquisizioni e distanza tra acquirente ed acquisita

Come anticipato nel paragrafo 3.3, la “*distanza*” tra l’azienda acquirente e la *target* è stata valutata in termini di distanza culturale ed economica tra i paesi.

La “*distanza culturale*”, essendo una variabile multidimensionale⁵⁶, è stata analizzata considerando tre fattori, ovvero religione, lingua, forma di governo dei paesi, mentre la c.d. “*distanza economica*” è stata analizzata come differenza tra il Pil Pro Capite a Parità del Potere d'Acquisto (PIL PPA) dei due paesi.

Partendo dal campione, costituito da 2238 operazioni di acquisizione sono state escluse le 1412 acquisizioni di società italiane (63,1% del totale acquisizioni), in modo da focalizzarsi sulle 826 acquisizioni internazionali. Una prima valutazione delle operazioni “*in scope*” (Tabella 3) rivela che le aziende familiari presentano una maggiore propensione verso la realizzazione di acquisizioni di società non italiane. Questa sottoclasse aziendale costituisce, infatti, quella che, tra il 2000 e il 2014, ha effettuato un numero superiore di operazioni internazionali di crescita per via esterna (il 45,1% delle operazioni effettuate dalle imprese familiari ha ad oggetto una *target* internazionale, rispetto al 27,3% di quelle non familiari).

⁵⁴ Differenza statisticamente significativa: T-test (p-value < 0,1).

⁵⁵ Differenza statisticamente significativa: T-test (p-value < 0,1).

⁵⁶ La distanza culturale, essendo una variabile multidimensionale, è stata analizzata considerando e combinando tre fattori, ovvero religione, lingua, struttura di governo mentre la c.d. “*distanza economica*” è stata analizzata attraverso il Pil Pro Capite a Parità del Potere di Acquisto (PPA). Tali variabili sono state rilevate sia per l’acquirente che per la *target* ai fini di comprenderne le differenze; l’obiettivo è, quello di verificare la comunanza di tali fattori tra le società coinvolte nell’operazione.

	Totale operazioni (Aziende Familiari & Non Familiari)		Totale operazioni (Aziende Familiari)		Totale operazioni (Aziende Non Familiari)	
	N	%	N	%	N	%
Italia	1412	63,1%	661	54,9%	751	72,7%
Internazionale	826	36,9%	544	45,1%	282	27,3%
Totale	2238	100%	1205	100%	1033	100%

Tabella 3: Mappatura delle operazioni di acquisizione

4.2.1 La distanza culturale tra paese dell'impresa acquirente e paesi dell'impresa acquisita

Per l'analisi della distanza culturale ed economica tra acquirente e *target* si è operato come segue. Rilevate le informazioni su religione, contesto politico e lingua di entrambi gli stati in cui sono localizzate le aziende coinvolte nell'acquisizione, si è proceduto a calcolare quali e quanti dei fattori selezionati (religione, forma di governo e lingua) coincidano. Sulla base di questa analisi è stata attribuita una valutazione qualitativa alla distanza culturale tra le società impegnate nell'operazione, ovvero⁵⁷:

- i) distanza culturale bassa (*target* e *acquiror* condividono due dei fattori di analisi della distanza culturale);
- ii) distanza culturale media (*target* e *acquiror* condividono un unico fattore di analisi della distanza culturale);
- iii) distanza culturale alta (caso in cui tutti i fattori di analisi della distanza culturale differiscono tra *target* e *acquiror*).

Così come anticipato oltre il 60% delle acquisizioni è di tipo domestico tale per cui non si rileva la sussistenza di una situazione di distanza culturale tra azienda acquirente ed acquisita. Sulla base di tale riconoscimento le analisi a seguire – inserite in questo paragrafo – hanno ad oggetto solamente le acquisizioni internazionali.

	Comunanza della variabile di distanza culturale		Differente variabile di distanza culturale		Totale	
	N	%	N	%	N	%
Religione	322	38,9%	504	61,1%	826	100,0%
Lingua	1	0,1%	825	99,9%	826	100,0%
Forma di governo	233	28,2%	593	71,8%	826	100,0%

Tabella 4: Comunanza/differenza della variabile di distanza culturale tra azienda acquirente ed acquisita (Aziende Familiari e Non Familiari – sono state escluse le *target* localizzate in Italia)

Considerando le sole operazioni internazionali (Tabella 4) emerge che la lingua rappresenta la variabile di distanza culturale che differisce maggiormente tra acquirente ed acquisita, seguita dalla forma di governo (71,8% dei casi) e dalla religione (61,1%). Tale evidenza porta ad affermare che le superiori complessità che devono essere affrontate nel processo di acquisizione sono di tipo linguistico, elemento che crea l'effettiva necessità di definire un codice informativo e comunicativo comune.

⁵⁷ Si rende esplicito che in caso di mancanza di fattori comuni tra acquirente e acquisita la distanza culturale è stata riconosciuta come inesistente in quanto la società acquisita è localizzata nello stesso paese dell'acquirente (*target* italiana).

Analisi delle differenze religiose

Religione ⁵⁸	Aziende Familiari & Non Familiari		Aziende Familiari		Aziende Non Familiari	
	N	%	N	%	N	%
Buddista	58	7,0%	37	6,8%	21	7,4%
Chiesa orientale antica	40	4,8%	21	3,9%	19	6,7%
Cristiana	431	52,2%	277	50,9%	154	54,6%
Ebraica	4	0,5%	4	0,7%	-	-
Induisti	25	3,0%	21	3,9%	4	1,4%
Musulmana	40	4,8%	25	4,6%	15	5,3%
Protestantesimo	228	27,6%	159	29,2%	69	24,5%
Totale	826	100,0%	544	100,0%	282	100,0%

Tabella 5: Distanza culturale in termini di religione tra azienda acquirente ed acquisita (classificazione per Aziende Familiari e Non Familiari; Familiari; Non Familiari)

Così come anticipato la religione è una delle variabili usate per il monitoraggio della distanza culturale tra le caratteristiche del paese dell'azienda che realizza l'operazione di acquisizione e quello dove è collocata l'impresa *target*⁵⁹. L'approfondimento, avente ad oggetto le sole operazioni internazionali⁶⁰, rileva che il 52,2% delle operazioni di acquisizione non presenta distanza culturale tra acquirente e acquisita in quanto entrambe le aziende sono collocate in un paese contraddistinto da religione cristiana (Tabella 5). In particolare, risultano numerose le *target* site in un paese protestante (27,6%) mentre risultano poco rilevanti quelle localizzate in paesi con religione ebraica (0,5%) e induista (3%). Le restanti imprese acquisite sono localizzate in paesi con religione orientale antica o musulmana (quasi 5% ciascuna) oppure buddista (7%). La comparazione tra operazioni effettuate dalle imprese familiari e dalle non familiari non evidenzia significative differenze. Si rileva, quindi, che la maggioranza delle acquisizioni internazionali non presenta “*distanza religiosa*”.

⁵⁸ Ai fini della computazione della variabile sono state ricondotte alla tipologia di religione “*cristiana*” le seguenti categorie di cristianesimo: cristianesimo puro, cristiana - protestantesimo, cristiana 40% musulmana 50%, cristiana 50% musulmana 40 %, cristiana protestantesimo.

⁵⁹ Ai fini metodologici si chiarisce, relativamente alle società *acquiror* (essendo localizzate in Italia), che sebbene l'Italia sia un paese laico, è stato deciso di computarle come società localizzate in un paese cristiano. Il medesimo principio è stato esteso, anche, ad altre nazioni laiche, considerando l'orientamento religioso più diffuso.

⁶⁰ Si rammenta che dall'analisi sono state escluse l'insieme delle operazioni aventi ad oggetto target italiana.

Analisi delle differenze linguistiche

Lingua ⁶¹	Aziende Familiari & Non Familiari		Aziende Familiari		Aziende Non Familiari	
	N	%	N	%	N	%
Francese	123	14,9%	79	14,5%	44	15,6%
Inglese	244	29,5%	162	29,8%	82	29,1%
Spagnolo	88	10,7%	56	10,3%	32	11,3%
Tedesco	102	12,3%	74	13,6%	28	9,9%
Cinese	43	5,2%	30	5,5%	13	4,6%
Altri	226	27,4%	143	26,3%	83	29,4%
Totale	826	100,0%	544	100,0%	282	100,0%

Tabella 6: Distanza culturale in termini di lingua tra azienda acquirente ed acquisita (classificazione per Aziende Familiari e Non Familiari; Familiari; Non Familiari)

Analogamente alla religione anche la lingua ufficiale è una variabile rilevante per la valutazione delle differenze tra le aziende coinvolte nell'acquisizione. L'analisi, sviluppata per le sole operazioni di acquisizioni internazionali, evidenzia come nessuna acquisita sia localizzata in uno stato dove la lingua ufficiale è l'italiano. Il risultato mostra, quindi, che la variabile linguistica costituisce un effettivo fattore di complessità e di divergenza tra le aziende coinvolte nel processo di acquisizione (Tabella 6). Inglese e francese costituiscono le lingue primariamente parlate nei paesi dove è localizzata la *target*, con il 29,8% e il 14,5% rispettivamente; rilevanti figurano anche le aziende con sede in paesi dove la lingua ufficiale è il tedesco o lo spagnolo. Le differenze tra imprese familiari e non familiari, in relazione alle differenze linguistiche, non sono significative⁶².

⁶¹ Ai fini della computazione delle variabili linguistiche si è proceduto nel seguente modo:

- sono state accorpate sotto l'etichetta "*francese*" tutti i paesi dove il francese è la lingua principale; sono stati, quindi, aggregati tutti i paesi caratterizzati anche da ulteriori (secondarie) lingue ufficiali (nello specifico sono state inserite in questa tipologia i paesi con le seguenti varietà di lingue ufficiali: francese- olandese-tedesco ; francese-tedesco-italiano-romancio ; francese-tedesco-lussemburghese);
- sono state aggregate sotto l'etichetta "*inglese*" tutti i paesi dove l'inglese è la lingua principale; sono stati, quindi, accorpati tutti i paesi caratterizzati anche da ulteriori (secondarie) lingue ufficiali (nello specifico sono state inserite in questa tipologia i paesi con le seguenti varietà di lingue ufficiali: inglese - hindi - e altre ; inglese – maori ; inglese-francese ; inglese – olandese – papiamento - frisone occidentale ; malese-inglese)

⁶² Differenza non statisticamente significativa: T-test (p-value > 0,1).

Analisi delle differenze nella forma di governo

Governo ⁶³	Aziende Familiari & Non Familiari		Aziende Familiari		Aziende Non Familiari	
	N	%	N	%	N	%
Monarchia	252	30,8%	159	30,0%	93	33,6%
Monopartitismo	42	5,1%	29	5,4%	13	4,7%
Repubblica	524	64,1%	353	65,2%	171	61,7%
Totale	818	100%	541	100%	277	100%

Tabella 7: Distanza culturale in termini di forma di governo tra azienda acquirente ed acquisita (classificazione per Aziende Familiari e Non Familiari; Familiari; Non Familiari)

Le differenti forme di governo⁶⁴ (Tabella 7) evidenziano una prevalenza di *target* localizzate in stati dove il regime di governo coincide con quello dell'*acquiror* (Repubblica: 64,1%); figurano rilevanti anche le acquisite localizzate in regimi monarchici (30,8%). Non si riscontrano significative e/o particolari differenze tra acquirenti familiari e non familiari⁶⁵. Concludendo l'analisi sulla distanza culturale dal punto di vista organizzativo, attraverso la combinazione delle misure precedentemente esaminate, si rileva che tra le acquisizioni internazionali sono limitate le operazioni dove la distanza culturale è bassa (8,7%) mentre prevalgono quelle caratterizzate da una distanza culturale media (49,5%)⁶⁶.

Così come anticipato, per valutare la distanza culturale tra società acquirente e acquisita sono state analizzate le differenze religiose, linguistiche e di forma di governo tra gli stati di localizzazione delle società. A livello aggregato (Tabella 8) si rileva che oltre il 90% delle operazioni di acquisizione presentano una distanza culturale medio o alta⁶⁷. Comparando il comportamento delle imprese familiari con quello delle non familiari (Tabella 8) si nota che il primo sottogruppo presenta una maggiore predilezione verso le operazioni per acquisire *target* con distanza culturale media (51,1% vs il 45,4% delle non familiari⁶⁸) mentre il secondo

⁶³ Ai fini della computazione delle variabili relative alle forme di governo si è proceduto nel seguente modo:

- sono state aggregate sotto l'etichetta "*monarchia*" l'insieme di paesi caratterizzati anche dai seguenti regimi monarchici: assolutismo monarchico ; monarchia costituzionale ; monarchia elettiva federale parlamentare ; monarchia parlamentare;
- sono state accorpati sotto l'etichetta "*repubblica*" tutti i paesi che presentano anche dai seguenti regimi repubblicani: repubblica monopartitica ; repubblica parlamentare ; repubblica presidenziale ; repubblica presidenziale mista ; repubblica semipresidenziale.

⁶⁴ Per lo svolgimento dell'analisi sulla distanza culturale in termini di struttura di governo (Tabella 6), si chiarisce che le strutture politiche e le forme di governo sono state rilevate in base della seguente classificazione: Repubbliche presidenziali (inclusive dei paesi con sistema di governo presidenziale, con deleghe esecutive, vincolato da un parlamento), Repubbliche semipresidenziali, Repubbliche parlamentari, Monarchie costituzionali parlamentari (comprendenti gli stati dove il monarca non esercita direttamente il potere), Monarchie costituzionali parlamentari (inclusive delle nazioni in cui il monarca esercita personalmente il potere), Monarchie assolute, Repubbliche monopartitiche.

⁶⁵ Differenza non statisticamente significativa: T-test (p-value > 0,1).

⁶⁶ Valutazione qualitativa effettuata sulla base della classificazione anticipata che prevede l'identificazione di tre livelli di distanza culturale, ovvero: i) distanza culturale bassa (nel caso in cui *target* e *acquiror* condividano due dei fattori analizzati), ii) distanza culturale media (nel caso in cui ci sia condivisione di un unico fattore), iii) distanza culturale alta (tutti i fattori differiscono).

⁶⁷ In particolare il 49,2% presenta distanza culturale media e il 42% distanza culturale alta.

⁶⁸ Differenza non statisticamente significativa per T-test (p-value > 0.1).

appare più propenso verso operazioni con una distanza culturale alta (46,9% vs 39,5% delle familiari⁶⁹). La distinzione tra acquisizioni europee ed extra europee mostra che:

- La maggioranza delle acquisizioni europee⁷⁰ (Allegato 2, Tabella 1) presentano distanza culturale media (54,3%), seguite da quelle con distanza culturale alta (32,6%);
- Il 61,2% delle acquisizioni extra europee (Allegato 2, Tabella 2) si caratterizza per una distanza culturale alta; tale dinamica è più marcata tra le società non familiari (70,5% delle operazioni vs 56,1% delle familiari).

Inoltre, approfondendo la distanza in relazione alle caratteristiche dell'acquisizione (Tabella 9) si nota che le operazioni con distanza culturale bassa sono soprattutto quelle aventi ad oggetto *target* attive nello stesso business (dinamica più evidente tra le aziende non familiari) e che sia in caso di acquisizioni per la diversificazione che di operazioni con *target* attiva in un settore correlato prevalgono le operazioni con distanza culturale media (comportamento più marcato nelle imprese familiari⁷¹).

La scomposizione delle acquisizioni internazionali in europee ed extra europee mostra come la distanza culturale sia superiore all'interno del secondo sottogruppo (Allegato 2, Tabella 3, Tabella 4). Relativamente alle acquisizioni europee si nota che tra le acquisizioni con distanza culturale bassa quelle nello stesso business sono quelle maggioritarie (dinamica più forte tra le aziende non familiari) e che sia in caso di acquisizioni per la diversificazione che di acquisizioni di società attive in un settore correlato prevalgono le operazioni con distanza culturale media. Inoltre, le operazioni europee con distanza culturale media sono soprattutto quelle per la diversificazione (58,4%), se effettuate dalle aziende non familiari, mentre risultano quelle in settori correlati (66,7%) nel caso in cui siano eseguite dalle aziende familiari. Relativamente alle acquisizioni extra europee - dove la prevalenza di operazioni presenta un livello alto distanza culturale - si nota che le imprese non familiari mostrano una relazione lineare ed inversa tra il grado di diversificazione operativo e la distanza culturale mentre le familiari, in caso di distanza culturale elevata, tendono ad attuare, soprattutto, acquisizioni di *target* attive in business correlati.

	Aziende Familiari & Non Familiari	Aziende Non Familiari	Aziende Familiari
Distanza Culturale ⁷² Bassa	8,8%	7,7%	9,4%
Distanza Culturale Media	49,2%	45,4%	51,1%
Distanza Culturale Alta	42,0%	46,9%	39,5%
Totale	100,0%	100,0%	100,0%

Tabella 8: Distanza culturale (a seguire DC) delle operazioni di acquisizioni internazionali

⁶⁹ Differenza non statisticamente significativa per T-test (p-value > 0.1).

⁷⁰ Sia nel caso di aziende familiari che non familiari.

⁷¹ Differenza statisticamente significativa per T-test (p-value < 0.1).

⁷² Si definisce: i) Distanza Culturale (DC) Bassa (1 fattore diverso) – ii) Distanza Culturale (DC) Media (2 fattori diversi) – iii) Distanza Culturale (DC) Alta (3 fattori diversi).

	Aziende Familiari & Non Familiari			Aziende Non Familiari			Aziende Familiari		
	Business Diverso	Acq. Correlato	Acq. Stesso Business	Business Diverso	Acq. Correlato	Acq. Stesso Business	Business Diverso	Acq. Correlato	Acq. Stesso Business
Distanza Culturale Bassa	7,9%	5,9%	11,1%	5,5%	2,9%	14,9%	9,4%	7,8%	9,8%
Distanza Culturale Media	50,1%	49,4%	47,7%	48,5%	41,2%	40,5%	51,0%	54,9%	50,2%
Distanza Culturale Alta	41,9%	44,7%	41,2%	46,1%	55,9%	44,6%	39,6%	37,3%	40,0%
Totale	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Tabella 9: Distanza culturale delle operazioni di acquisizioni internazionali con dettaglio per tipologia di acquisizione

4.2.2 La distanza economica tra paese dell'impresa acquirente e paese dell'impresa acquisita

Al fine di analizzare la distanza economica è stato rilevato e comparato il PIL Pro Capite dello stato di localizzazione dell'*acquiror* con quello della *target* per poi calcolarne il differenziale. Identificato il differenziale (tra PIL Parità del Potere d'Acquisto *acquiror* e PIL Parità del Potere d'Acquisto *target*) è stato computato il suo range di oscillazione (valore massimo meno valore minimo PIL Parità del Potere d'Acquisto) e sono stati definiti i casi in cui il gap tra le due nazioni è rilevante. In particolare, sono stati analizzati i seguenti due scenari: società acquirente localizzata in un paese economicamente più ricco rispetto all'acquisita e *acquiror* sita in un paese economicamente più povero rispetto alla *target*. Una volta computate le suddette differenze, sono state delineate quattro sotto-classi (sono state rilevate due classi sia in caso di differenziale del PIL a Parità del Potere d'Acquisto positivo che di differenziale del PIL Parità del Potere d'Acquisto negativo).

Il PIL pro capite a Parità del Potere d'Acquisto costituisce una importante misura di distanza economica tra il paese dell'azienda acquirente e dell'acquisita. Il monitoraggio della differenza del PIL a Parità del Potere d'Acquisto (PPA) tra i due paesi è un'efficace proxy del gap di ricchezza tra i due stati in quanto indicatore della differente dotazione di risorse (ad esempio risorse economiche, tecnologiche, etc.) dei paesi dove sono stanziate le società coinvolte nell'acquisizione⁷³. La computazione del delta massimo del PIL a Parità del Potere d'Acquisto (PPA) ha reso un gap [-72127; 29867] che, a sua volta, è stato suddiviso in quattro range:

⁷³ Ai fini metodologici, si rende esplicito che l'analisi del PIL Parità del Potere d'Acquisto (PPA) è stata effettuata utilizzando il PIL calcolato sulla base del differente potere d'acquisto tra gli Stati. La scelta di utilizzare il PIL nominale a Parità del Potere d'Acquisto (PPA) e non il PIL nominale pro capite deriva dal fatto che il primo indicatore, a differenza del secondo, tiene conto del differente potere d'acquisto tra le nazioni.

Il PIL Parità del Potere d'Acquisto (PPA) considera, infatti, il differente costo della vita (o diverso potere d'acquisto) dei vari paesi, e corregge il PIL nominale pro capite in modo da tener conto della parità dei poteri di acquisto (PPA) garantendo, così, una più precisa comparazione della ricchezza disponibile in un certo paese. I dati provengono dal Fondo Monetario Internazionale, sono relativi all'anno 2014 e sono espressi in dollari statunitensi. Ai fini di rilevare la variabile sono stati utilizzati i dati – aggiornati al 2014 – forniti dal Fondo Monetario Internazionale. La scelta di utilizzare il PIL pro capite al 2014 trova giustificazione nella volontà di garantire la maggior coerenza possibile coi dati aziendali che sono stati rilevati al 31.12.2014.

- in caso di delta positivo (PIL Pro Capite a Parità del Potere d'Acquisto del paese dell'*acquiror* superiore a quello della società acquisita) sono state identificate le seguenti classi: gap economico positivo medio-basso [0; +14933]; gap economico positivo medio-alto [+14934; +29867].
- in caso di gap negativo (PIL Pro Capite a Parità del Potere d'Acquisto del paese dell'*acquiror* inferiore rispetto a quello della società acquisita) sono stati riconosciuti i range: gap economico positivo medio-alto [-72127 ; -36063]; gap economico negativo medio-basso [-36064; 0].

L'analisi denota che il 59,8% delle operazioni si caratterizza per un differenziale del PIL negativo: l'azienda acquirente è localizzata in un paese con PIL a Parità del Potere d'Acquisto (PPA) inferiore rispetto a quello dell'acquisita. Inoltre, considerando tale sottogruppo si rileva, sulla base di una differenza massima tra paesi pari a 72.127 Migl. Euro, che il 93,5% delle aziende acquirenti con delta negativo mostra uno scarto complessivo di "paese" inferiore a 36.063 Migl. Euro (Tabella 11).

Relativamente alle 40,2% operazioni che, per contro, si caratterizzano per un delta PIL positivo⁷⁴ si nota che il 69,3% (Tabella 10) delle acquirenti ha sede in un paese con un PIL a Parità del Potere d'Acquisto (PPA) superiore (differenziale PIL a Parità del Potere d'Acquisto incluso tra i 29.867 Migl. Euro e i 14.933 Migl. Euro).

	Differenza PIL Parità del Potere d'Acquisto Negativo	
	N	%
PIL PPA Acquiror < Pil PPA Target [-72127 ; -36063]	32	6,5%
PIL PPA Acquiror < Pil PPA Target [-36063 ; 0]	461	93,5%
Totale	493	100,0%

	Delta PIL Parità del Potere d'Acquisto Positivo	
	N	%
PIL PPA Acquiror > Pil PPA Target [+29867 ; +14933]	230	69,3%
PIL PPA Acquiror > Pil PPA Target [+14933 ; 0]	102	30,7%
Totale	332	100,0%

Tabella 10: Delta PIL Parità del Potere d'Acquisto (PPA) tra azienda acquirente ed acquisita: i) Delta PIL Parità del Potere d'Acquisto (PPA) Negativo⁷⁵ (Azienda acquirente localizzata in un paese con PIL Parità del Potere d'Acquisto (PPA) inferiore rispetto a quello dell'acquisita); ii) Delta PIL PPA Positivo⁷⁶ (Azienda acquirente localizzata in un paese con Pil Parità del Potere d'Acquisto (PPA) superiore rispetto a quello dell'acquisita).

⁷⁴ Azienda acquirente localizzata in un paese con PIL Parità del Potere d'Acquisto (PPA) superiore rispetto a quello dell'acquisita.

⁷⁵ Delta PIL Parità del Potere d'Acquisto (PPA) Negativo: azienda acquirente localizzata in un paese con PIL Parità del Potere d'Acquisto (PPA) inferiore rispetto a quello dell'acquisita

⁷⁶ Delta PIL Parità del Potere d'Acquisto (PPA) Positivo: azienda acquirente localizzata in un paese con PIL Parità del Potere d'Acquisto (PPA) superiore rispetto a quello dell'acquisita

Così come sopra evidenziato, la distanza economica tra il paese della società acquirente e quello dell'acquisita è stata valutata per mezzo del PIL a Parità del Potere d'Acquisto (PPA).

Una prima analisi mostra come le acquisizioni internazionali si caratterizzano per una maggiore ricchezza del paese della *target* rispetto a quello dell'acquirente. Emerge, infatti, per tutte le tipologie di acquisizione che quasi il 60% delle stesse ha avuto ad oggetto una *target* collocata in un paese con PIL a Parità del Potere d'Acquisto (PPA) superiore a quello dell'acquirente. Figurano circa il 30% i casi in cui l'acquisita è sita in un paese nettamente più ricco rispetto a quello dell'acquirente (la dinamica è evidente soprattutto se la *target* opera nello stesso business).

Si evidenzia che la distinzione tra imprese familiari e non familiari conferma la medesima dinamica: la maggioranza delle operazioni si caratterizzano, infatti, per una differenza economica negativa tra ricchezza del paese dell'acquirente e dell'acquisita. La dinamica appare più forte tra le aziende non familiari, soprattutto in presenza di acquisizioni per la diversificazione e nel caso di acquisizione di società attive in business correlati. Relativamente alle operazioni ove l'*acquiror* è localizzata in un paese più ricco dell'acquisita, emerge una prevalenza di operazioni in cui la *target* è impegnata in business "*prossimi*" a quelli dell'acquirente; l'approfondimento tra aziende familiari e non familiari denota delle leggere differenze, non statisticamente significative⁷⁷, tra i due sottogruppi (Tabelle 9-10).

La distinzione tra acquisizioni europee ed extra europee mette in luce alcune interessanti differenze. Nello specifico, tra le acquisizioni europee, si nota come prevalgono quelle dove l'acquirente è localizzata in paesi economicamente meno abbienti (nel 61,2% dei casi l'acquirente ha sede in uno stato meno ricco di quello della *target* e nel 4,9% dei casi il gap di redditività tra i due stati è molto elevato). Appaiono soprattutto le acquisizioni per la diversificazione le operazioni dove le differenze economiche tra paese dell'acquirente e dell'acquisita sono maggiori. Tali dinamiche, emerse a livello aggregato, si colgono anche nei due singoli sottogruppi (società familiari e non familiari); si evidenzia, inoltre, che la percentuale di aziende familiari *acquiror* localizzata in un paese meno ricco, è superiore rispetto a quella delle non familiari. Per quanto concerne le aziende familiari emerge che l'acquirente è localizzata in un paese più abbiente di quello della *target* soprattutto nel caso in cui l'acquisita operi nel suo stesso business⁷⁸.

Per contro, relativamente alle operazioni extra europee si sottolinea che circa nel 50% dei casi l'acquirente è collocata in un paese nettamente più ricco di quello dell'acquisita. La scomposizione per tipologia di acquisizione denota, oltretutto, come questa dinamica sia più forte in caso di acquisizione per il rafforzamento del *core business*⁷⁹. La scomposizione tra acquisizioni effettuate da aziende familiari e non familiari, con *target* extra europea, mostra che il primo sottogruppo tende ad acquisire più società collocate in paesi meno ricchi, soprattutto qualora l'acquisita operi nello suo stesso settore.

⁷⁷ Differenza non statisticamente significativa: T-test (p-value > 0,1).

⁷⁸ Tra le aziende non familiari questa dinamica emerge quando la *target* opera in business correlati a quelli dell'acquirente.

⁷⁹ Acquisizione dove la *target* è impegnata nello stesso settore.

	Aziende Familiari & Non Familiari	Aziende Non Familiari	Aziende Familiari
Gap ⁸⁰ Negativo Alto	3,8%	5,5%	2,9%
Gap Negativo Basso	56,2%	55,3%	56,6%
Gap Positivo Alto	28,4%	26,4%	29,4%
Gap Positivo Basso	11,6%	12,8%	11,0%
Totale	100,0%	100,0%	100,0%

Tabella 11: Analisi della distanza economica tra impresa acquirente ed acquisita in termini di PIL Parità del Potere d'Acquisto (PPA)

	Aziende Familiari & Non Familiari			Aziende Non Familiari			Aziende Familiari		
	Business diverso	Acq. Correlato	Acq. Stesso Business	Business diverso	Acq. Correlato	Acq. Stesso Business	Business diverso	Acq. Correlato	Acq. Stesso Business
Gap Negativo Alto	5,1%	0,0%	2,9%	7,3%	0,0%	4,1%	3,8%	0,0%	2,4%
Gap Negativo Basso	57,8%	62,4%	51,6%	57,6%	67,6%	44,6%	58,0%	58,8%	54,1%
Gap Positivo Alto	26,9%	21,2%	33,0%	23,6%	29,4%	31,1%	28,8%	15,7%	33,7%
Gap Positivo Basso	10,2%	16,5%	12,5%	11,5%	2,9%	20,3%	9,4%	25,5%	9,8%
Totale	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Tabella 12: Analisi della distanza economica tra società acquirente ed acquisita in termini di PIL a Parità del Potere d'Acquisto (PPA) in caso di *target* internazionale, con distinzione per grado di diversificazione dell'acquisizione

4.3 Acquisizioni e performance

Numerosi studi hanno mostrato come, molte volte, le operazioni di acquisizione portano alla dissipazione del valore economico dell'*acquiror*; l'evidenza empirica ha infatti indicato che solo una acquisizione su quattro porta all'effettivo conseguimento dei risultati auspicati.

Sulla base di questa evidenza è interessante approfondire i risultati registrati dalle aziende italiane che hanno effettuato acquisizioni tra il 2000 e il 2014 per comprendere se la crescita per vie esterne abbia accresciuto o contratto la redditività aziendale. Come anticipato nel paragrafo 3.3 “*Le misure di performance post-acquisizione*”, per sviluppare l'analisi è stata computata la differenza del *Return On Assets* (ROA) medio del triennio pre e post acquisizione. Nonostante la scelta operativa di svolgere l'approfondimento avvalendosi del ROA su base triennale abbia determinato una perdita di osservazioni, conseguente alla riduzione della

⁸⁰ Si definisce:

- PIL *Aquiror* < PIL *Target* (delta negativo molto elevato) – Gap economico Negativo Alto
- PIL *Aquiror* < PIL *Target* (delta negativo) - Gap economico Negativo Basso
- PIL *Aquiror* > PIL *Target* (delta positivo molto elevato) - Gap economico Positivo Alto
- PIL *Aquiror* > PIL *Target* (delta positivo) - Gap economico Positivo Basso

numerosità del campione (sono state escluse le operazioni effettuate tra il 2000 e il 2002 e quelle realizzate tra 2012 e 2014), si ritiene che avvalendosi di tale misura sia possibile svolgere un'analisi più accurata in quanto la misura costituisce una proxy più accurata ed esplicativa della redditività post-acquisizione⁸¹. L'analisi della redditività mostra che sebbene le acquisizioni per la diversificazione o per il rafforzamento del *core business* (acquisizione nello stesso settore) siano quelle che hanno visto l'acquirente registrare un livello di ROA medio dell'acquirente superiore, sia nel periodo antecedente che successivo l'acquisizione, sono anche le operazioni che hanno presentato maggiori complessità di gestione in quanto risultano i casi in cui il differenziale del ROA è risultato superiore (se comparato a quello relativo alle acquisizioni di aziende attive in business correlati).

Si chiarisce, quindi, che ai fini dello svolgimento della suddetta analisi si è proceduto a computare, per tutte le operazioni di acquisizione, il ROA medio triennale registrato prima di effettuare l'acquisizione (media aritmetica del ROA conseguito nei tre anni prima dell'acquisizione) e il ROA successivo all'acquisizione ovvero la media aritmetica del ROA conseguito nei tre anni dopo l'acquisizione. Le operazioni sono state, infatti, approfondite considerando la situazione aziendale antecedente e seguente l'operazione di acquisizione in modo da poter, così, attuare una comparazione e verificarne l'impatto sull'azienda.

L'analisi (Tabella 13) evidenzia, se l'impresa acquisita è italiana, che le acquirenti hanno ridotto il loro ROA medio soprattutto nel caso in cui abbiano effettuato delle acquisizioni per la diversificazione (variazione negativa pari a 2 punti percentuali) e per il rafforzamento del core business (variazione negativa pari a 1,8 punti percentuali). Le operazioni ove l'acquisita opera in un settore correlato appaiono, per contro, quelle dove l'acquisizione è stata gestita in modo più efficace in quanto le società *acquiror* hanno ottenuto un ROA medio post acquisizione più elevato e un minore differenziale della redditività (media ROA pre e post operazione). La medesima dinamica tende a replicarsi anche all'interno dei due sottogruppi aziendali, aziende familiari e non familiari, sebbene in maniera più marcata nel secondo sottogruppo. Si nota, inoltre, che le aziende non familiari sono quelle che hanno conseguito un livello maggiore di perdita di redditività in seguito all'implementazione della strategia. Se da una parte si evidenzia come sia tra le aziende familiari che tra le non familiari la redditività media pre acquisizione sia legata in modo negativo al livello/grado di diversità del settore operativo dell'*acquiror* rispetto a quello della *target* (al crescere della diversificazione si contrae la redditività); dall'altra, si nota, relativamente ai risultati conseguenti alla realizzazione dell'acquisizione, che tale legame inverso si rafforza nelle familiari mentre tende a scomparire tra le non familiari (vedi Allegato 3).

	Redditività dell'impresa acquirente (acquisizioni domestiche)		
	ROA medio (3Y pre.)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA medio (3Y)
Stesso settore	5,5	3,7	1,8
Settore Correlato	5,3	4,5	0,8
Business Diverso	4,8	2,8	2,0

Tabella 13: Tipologia di operazione di acquisizione e redditività dell'impresa acquirente (*target* italiana)

⁸¹ Si precisa che ogni qualvolta viene implementata una operazione strategicamente rilevante anche dal punto di vista operativo, finanziario e strategico si possono avere performance poco "esplicative" o "coerenti" se analizzate con riferimento puntuale all'anno precedente e successivo all'evento in quanto la redditività potrebbe essere valutata/sottovalutata.

Per quanto concerne le operazioni di acquisizione su base internazionale (Tabella 14) emerge un complessivo deterioramento della redditività aziendale, soprattutto nel caso in cui l'acquisita sia attiva nello stesso business dell'*acquiror* (delta ROA negativo uguale a 3,1 punti percentuali) o in settori molto differenti (delta ROA negativo pari a 2.8 punti percentuali).

Le società familiari, sebbene presentino livelli di redditività superiori alle non familiari, costituiscono il sottogruppo che ha contratto in modo più significativo il livello del ROA in seguito all'acquisizione. Emerge, infatti, che le imprese familiari sono sia il sottoinsieme di aziende che hanno effettuato più acquisizioni di società attive in settori correlati che quelle più abili nella gestione di questa tipologia di operazioni⁸².

Se da una parte le aziende familiari si distinguono per livelli ROA più elevati, le non familiari sono quelle che dimostrano, invece, maggiore abilità nella gestione delle acquisizioni in quanto rappresentano l'aggregato che mostra minori oscillazioni delle performance (il differenziale del ROA è inferiore rispetto a quello delle familiari). Tale risultato trova giustificazione nel fatto che le aziende non familiari presentano – rispetto alle familiari – una maggiore propensione verso la realizzazione delle operazioni di acquisizione (media di acquisizione delle società non familiari superiore rispetto a quelle delle familiari) oltre che un superiore coinvolgimento di manager professionisti dotati di esperienze e competenze specifiche. Tra le società non familiari quelle che hanno evidenziato maggiori difficoltà sono le imprese che hanno acquisito aziende impegnate in settori correlati. Si nota che le imprese non familiari dispiegano una relazione negativa tra ROA e distanza settoriale dell'acquisita: al crescere delle diversità tra i business operativi dell'*acquiror* e dell'acquisita, il ROA medio diminuisce.

	Redditività dell'impresa acquirente (acquisizioni internazionali)		
	ROA medio (3Y pre.)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA medio (3Y)
Stesso settore	7,3	4,2	3,1
Settore Correlato	6,4	4,0	2,4
Business Diverso	7,3	4,5	2,8

Tabella 14: Tipologia di operazione di acquisizione dell'impresa acquirente redditività in caso di *target* internazionale

La distinzione tra operazioni con *target* europea ed extra europea rileva che al crescere della distanza territoriale tra acquirente ed acquisita aumentano le performance reddituali: le aziende che hanno acquisito società extra europee sono, infatti, quelle che hanno registrato livelli di ROA medi post acquisizioni superiori e gap di redditività inferiori. In particolare, emerge che in presenza di acquisizioni di società localizzate fuori dall'Europa, le aziende che hanno attuato acquisizioni nello stesso business sono quelle più redditizie e che hanno subito una minore contrazione della redditività.

La distanza operativa appare, quindi, un fattore che influenza positivamente i risultati aziendali; le aziende familiari si dimostrano le società che hanno saputo realizzare performance maggiori post acquisizione e che hanno conseguito differenziali di redditività minori qualora abbiano inglobato società extra europee. Per

⁸² Dall'analisi si nota che sia pre che post acquisizione emerge una relazione lineare tra redditività e "distanza operativa" tra acquirente e acquisita: al crescere del grado di diversificazione accresce il ROA.

quanto concerne le operazioni di acquisizione di aziende europee si nota che il differenziale del ROA aumenta al ridursi del grado di diversificazione (dinamica più evidente tra le familiari) e che le imprese familiari hanno dovuto affrontare maggiori difficoltà nella gestione delle operazioni di acquisizione poiché hanno subito una maggiore contrazione della redditività.

4.3.1 Performance, acquisizioni e distanza culturale

Compresa la relazione tra distanza culturale e tipologia di acquisizione, per mezzo dell'analisi dell'interazione tra redditività (misurata tramite il ROA) e caratteristiche dell'operazione, si è proceduto ad indagare congiuntamente queste tre variabili per comprendere come variano i risultati reddituali al modificarsi delle differenze tra i paesi di localizzazione delle società e della fattispecie di acquisizione.

Si rileva che in caso di acquisizioni internazionale (Tabella 15) la strategia di crescita per via esterna ha avuto un impatto negativo sui risultati reddituali: le aziende analizzate (familiari e non familiari) hanno ottenuto livelli di ROA post acquisizione inferiori.

L'analisi mostra come le imprese acquirenti, che hanno conseguito livelli di ROA medio superiori nel triennio pre-acquisizione, sono quelle che hanno sofferto una maggiore contrazione della redditività in seguito all'acquisizione. In merito a tali operazioni si nota, inoltre, che la redditività post acquisizione è legata negativamente alla distanza culturale (la redditività si riduce al crescere del gap tra i paesi delle società coinvolte) e che il differenziale di redditività dell'acquirente si contrae al crescere della distanza (maggiore è la distanza culturale tra *acquiror* e *target*, minore risulta il delta di redditività). Le *acquiror* appaiono più abili nella gestione delle operazioni di acquisizioni qualora la distanza culturale è elevata.

Lo studio della redditività per fattispecie di acquisizione e distanza mostra che, se da una parte le aziende che hanno effettuato acquisizioni per la diversificazione siano, complessivamente le meno performanti (il livello del ROA medio triennale pre e post acquisizioni, espresso in valore assoluto, è quello inferiore) sono quelle che hanno registrato un minore calo della redditività. Per contro, le società che hanno implementato una strategia di crescita per via esterna volta a rafforzare il *core business*⁸³ sono quelle che hanno subito un superiore calo della redditività. Le aziende che hanno acquisito società attive in un business correlato sono, invece, quelle che hanno registrato un minore differenziale negativo del ROA medio precedente e successivo all'operazione.

L'analisi congiunta della distanza culturale e della redditività evidenzia che nel caso di acquisizioni nello stesso business o in business correlati sussiste una relazione inversamente proporzionale tra distanza e ROA medio (al crescere della distanza si riduce la performance). Contrariamente a quanto accade per le acquisizioni per la diversificazione dove maggiore è la distanza culturale tra le imprese coinvolte nell'operazione la redditività media è superiore. Tale legame tra performance e caratteristiche dell'acquisizione emerge sia prima che dopo l'implementazione della strategia di crescita per via esterna.

⁸³ Acquisizione di aziende attive nello stesso business.

	Acquisizione internazionale								
	Stesso settore			Settore correlato			Business Diverso		
	ROA medio ⁸⁴ (3Y pre)	ROA medio ⁸⁵ (3Y post)	Delta ROA ⁸⁶ (3Y)	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)
Distanza Culturale ⁸⁷ Bassa	9,2	4,7	4,4	4,4	5,6	-1,2	7,5	4,7	2,8
Distanza Culturale Media	8,2	4,7	3,5	6,3	3,6	2,7	6,8	4,2	2,5
Distanza Culturale Alta	5,6	3,5	2,1	6,7	4,3	2,5	8,0	4,8	3,2

Tabella 15: Tipologia di operazione, distanza culturale e redditività in caso di *target* internazionale (Familiari e Non Familiari)

Dalla comparazione tra aziende familiari e non familiari si evince che entrambi gli aggregati gestiscono con difficoltà le acquisizioni internazionali: il livello di redditività conseguito dall'acquirente, successivo alla realizzazione dell'operazione, è quasi sempre inferiore rispetto a quello registrato nel triennio precedente. In particolare, le imprese familiari (vedi Allegato 4 – Tabella 1) presentano delle difficoltà più marcate qualora l'acquisizione abbia ad oggetto un'azienda attiva in un settore correlato: il gap registrato tra ROA medio pre e post acquisizione è il più elevato e il differenziale di redditività è inversamente proporzionale alla distanza culturale tra acquirente e acquisita (il delta ROA si riduce all'aumentare della diversità culturale). Nel caso di acquisizioni per la diversificazione il gap di redditività pre e post operazione è minore in caso di acquisizione di *target* impegnate nello stesso settore: il differenziale del ROA è inferiore agli altri due scenari (acquisizione nello stesso settore e acquisizioni per la diversificazione) e la media della redditività post operazione è superiore.

Le aziende familiari appaiono più abili nella gestione delle acquisizioni se la distanza culturale è bassa o molto elevata: tali aziende sono, quindi, più in difficoltà se il grado di distanza culturale è medio. Così come le aziende familiari anche le non familiari (vedi Allegato 4 – Tabella 2) presentano maggiori criticità/difficoltà nella gestione delle operazioni con *target* attiva nello stesso settore e conseguono livelli di redditività superiori post operazione in caso di acquisizioni per la diversificazione. Relativamente alle acquisizioni nello stesso business e in settori correlati si nota che il gap del ROA aumenta al crescere della distanza culturale mentre in presenza di acquisizioni per la diversificazione la dinamica è contraria (ad eccezione del caso in cui il livello di distanza culturale tra acquirente e acquisita sia medio). Le aziende sono più abili nella gestione delle acquisizioni se la distanza culturale tra i paesi è media in quanto i gap di redditività pre e post acquisizione sono minori.

⁸⁴ ROA medio dell'impresa società acquirente calcolato come media ROA del triennio pre-acquisizione.

⁸⁵ ROA medio società acquirente calcolato come media ROA del triennio post-acquisizione.

⁸⁶ Delta ROA medio società acquirente calcolato differenza tra ROA medio del triennio pre-acquisizione e ROA medio del triennio post-acquisizione

⁸⁷ Si definisce: i) Distanza Culturale (DC) Bassa (1 fattore diverso) – ii) Distanza Culturale (DC) Media (2 fattori diversi) – iii) Distanza Culturale (DC) Alta (3 fattori diversi)

4.4 Acquisizioni e performance delle imprese familiari

Considerando le peculiarità delle imprese familiari, è interessante focalizzarsi su queste aziende in modo da comprendere come il grado di partecipazione della famiglia al Consiglio d'Amministrazione, al capitale d'impresa e le caratteristiche della struttura di governo varino in relazione alle differenze culturali ed economiche tra gli stati in cui sono localizzate le aziende coinvolte nel processo di acquisizione. Il focus si propone, quindi, una volta indagate le suddette relazioni, di approfondire come la presenza familiare e il suo ruolo incida sulla redditività della strategia di crescita per via esterna.

Una prima comparazione tra acquisizioni internazionali e domestiche (Tabella 16) mostra che quando la *target* non è domestica la famiglia è più coinvolta nella vita d'impresa (la partecipazione media al Consiglio d'Amministrazione e alla proprietà aziendale è superiore). In particolare si nota, in presenza di acquisizioni internazionali, una relazione inversa tra distanza culturale dei paesi e numero di consiglieri esterni: al crescere delle differenze culturali il peso dei membri della famiglia nel Consiglio d'Amministrazione è minore (aumenta il numero di organi di governo con grado di familiarità inferiore al 50%). Sebbene sia in caso di acquisizione domestica che internazionale la forma di governo prediletta sia quella dell'Amministratore Delegato, si sottolinea che se la *target* è italiana prevale la scelta di una leadership singola mentre in caso di operazione internazionale la leadership collegiale viene preferita.

	Acq. Domestica	Acq. Internazionale			
	-	DC Bassa	DC Media	DC Alta	Media
Percentuale media di consiglieri familiari nel CdA	27,6%	33,9%	29,8%	30,9%	28,8%
Percentuale media di controllo familiare	53,6%	63,8	59,1%	59,1%	56,1%
Familiarità del CdA inferiore al 50%	63,5%	52,6%	65,3%	66,9%	64,8%
Modello di Governo AU	3,2%	4,9%	4,1%	3,0%	3,8%
Modello di Governo PE	10,4%	12,2%	10,5%	7,9%	9,6%
Modello di Governo AD singolo	55,6%	36,6%	50,9%	47,3%	48,1%
Modello di Governo AD (team AD)	30,7%	46,3%	34,5%	41,8%	38,5%
Modello di Governo AD (singolo & team AD)	86,4%	82,9%	85,5%	89,1%	86,6%

Tabella 16: Aziende familiari: partecipazione della famiglia proprietaria, caratteristiche di governo e distanza culturale

L'approfondimento delle acquisizioni internazionali (Tabella 17) mostra che la famiglia è meno coinvolta alla vita d'impresa (minore partecipazione media al Consiglio d'Amministrazione e alla proprietà aziendale) in caso di acquisizioni extra europee. Si evidenzia, quindi, una relazione inversa tra distanza culturale e familiarità: al crescere della distanza diminuisce il coinvolgimento della famiglia. Sia in caso di acquisizione europea che extra europea la struttura di *Corporate Governance* preferita è l'Amministratore Delegato; se la *target* è europea prevalgono i casi di leadership singola mentre se l'acquisita è extra europea sono maggioritari i casi di leadership collegiale.

	Acquisizione Europea				Acquisizione Extra Europea		
	Distanza Culturale Bassa	Distanza Culturale Media	Distanza Culturale Alta	Media	Distanza Culturale Media	Distanza Culturale Alta	Media
Percentuale media di consiglieri familiari nel CdA	33,9%	31,7%	31,3%	31,9%	24,8%	30,4%	27,9%
Percentuale media di controllo familiare	63,8%	60,9%	57,3%	60,2%	54,5%	61,3%	58,3%
Familiarità del CdA inferiore al 50%	52,6%	60,7%	63,5%	60,5%	77,2%	70,1%	73,5%
Modello di Governo AU	4,9%	5,6%	3,4%	4,8%	0%	2,6%	1,5%
Modello di Governo PE	12,2%	11,9%	10,2%	11,4%	6,7%	5,2%	5,8%
Modello di Governo AD singolo	36,6%	48,1%	40,9%	44,3%	58,3%	54,5%	56,2%
Modello di Governo AD (team AD)	46,4%	34,4%	45,5%	39,5%	35,0%	37,7%	36,5%
Modello di Governo AD (singolo & team AD)	82,9%	82,5%	86,4%	83,7%	93,3%	92,2%	92,7%

Tabella 17: Aziende familiari e Acquisizioni Internazionali: partecipazione della famiglia proprietaria, caratteristiche di governo e distanza culturale

La partecipazione della famiglia (Tabella 18) alla vita d'impresa in caso di operazioni di acquisizioni non appare un fattore favorevole poiché minore è il coinvolgimento medio dei membri della famiglia, sia in termini di quota proprietaria che di presenza diretta nell'organo amministrativo, maggiore è il ROA post operazione. La presenza di un management esterno appare un fattore che favorisce una migliore gestione delle operazioni di acquisizione: circa tre aziende su quattro che hanno registrato una redditività post operazione superiore (sia in caso di acquisizioni nazionali che internazionali) mostrando un grado di familiarità del Consiglio d'Amministrazione inferiore al 50%.

	Acquisizione Domestica		Acquisizione Internazionale	
	Differenza ROA negativo	Differenza ROA positivo	Differenza ROA negativo	Differenza ROA positivo
Percentuale media di consiglieri familiari nel CdA	28,9%	22,9%	34,6%	31,2%
Percentuale media di controllo familiare	59,1%	46,4%	62,7%	61,6%
Familiarità del CdA inferiore al 50%	69,2%	74,0%	56,4%	74,4%

Tabella 18: Aziende familiari: partecipazione della famiglia proprietaria, caratteristiche di governo e performance

Focalizzandosi sulle sole operazioni internazionali (Tabella 19) si evidenzia ancora in modo più marcato come la partecipazione della famiglia alla vita d'impresa non sia un fattore favorevole: minore è il coinvolgimento medio dei membri della famiglia, sia in termini di quota proprietaria che presenza diretta nell'organo amministrativo, maggiore è il ROA post operazione (dinamica che si rafforza in caso di acquisizioni extra europee).

	Acquisizione Europea		Acquisizione Extra Europea	
	Differenza ROA negativo	Differenza ROA positivo	Differenza ROA negativo	Differenza ROA positivo
Percentuale media di consiglieri familiari nel CdA	37,40%	33,10%	30,50%	27,80%
Percentuale media di controllo familiare	65,70%	60,30%	58,30%	64,00%
Familiarità del CdA inferiore al 50%	50,50%	70,40%	65,50%	81,30%

Tabella 19: Aziende familiari e Acquisizioni Internazionali: partecipazione della famiglia proprietaria, caratteristiche di governo e performance

La presenza di un management esterno appare un fattore che favorisce una migliore gestione delle operazioni di acquisizione in quanto incentiva una maggiore oggettività valutativa e strategica e apporta le competenze spesso non detenute dai membri della famiglia proprietaria.

5. CONCLUSIONI

La presente ricerca si propone di analizzare sia le differenze tra il paese di localizzazione dell'azienda che ha realizzato l'acquisizione e della società acquisita oltre che di valutare i risultati reddituali ottenuti dall'azienda *acquiror* in seguito al conseguimento della strategia di crescita per via esterna.

In particolare, il paper è scindibile in due sezioni principali; nella prima parte vengono presentate le variabili in base alle quali sono state approfondite e valutate le diversità tra paese dell'azienda acquirente e stato dell'acquisita mentre nella seconda sono state analizzate le performance post acquisizione.

La distanza tra le società coinvolte nel percorso di crescita per via esterna è stata, a sua volta, scissa in due sezioni coincidenti con la presentazione e analisi della distanza culturale (monitorata attraverso le variabili religione, forma di governo e lingua) e della distanza economica (valutata sulla base del differenziale del PIL a Parità di Potere d'acquisto tra stato della società acquirente e dell'acquisita). Presentati ed analizzati i fattori differenziali tra i due paesi di localizzazione si è proceduto a comprendere se la crescita per via esterna abbia creato o dissipato valore aziendale.

Approfondendo le performance post-acquisizione delle imprese italiane in relazione alla tipologia di operazione e alla natura dell'impresa (familiare vs non familiare), la ricerca offre un contributo agli studi di *family business*, in quanto indaga una tematica sinora analizzata in modo marginale. L'analisi, infatti, esamina un legame poco approfondito all'interno del contesto italiano e verifica, per la prima volta se le aziende familiari sono più abili nella gestione delle acquisizioni rispetto alle non familiari.

In particolare, i principali risultati sono sintetizzabili nei seguenti punti.

- a) In caso di acquisizioni internazionali si osservano importanti differenze, non solo dal punto di vista linguistico, tra acquirente ed acquisita, ma anche in termini di forma di governo e di religione. Si evidenzia, quindi, che una tra le principali complessità e sfide è rappresentata dalla distanza linguistica che crea la necessità, per le società acquirenti di definire un codice informativo e comunicativo comune. Per quanto concerne la distanza economica si rileva, invece, che la

maggioranza delle acquisite è localizzata in un paese con PIL Parità del Potere d'Acquisto (PPA) superiore all'Italia (circa 70%). Considerando la tipologia d'acquisizione, si nota che in caso di *target* attiva nello stesso business la distanza culturale è bassa mentre in presenza di operazioni per diversificazione la distanza culturale è alta.

- b) I risultati reddituali post-acquisizione denotano che le acquirenti hanno subito una contrazione del ROA medio soprattutto in caso di acquisizioni per la diversificazione e per il rafforzamento del core business. Sebbene la distanza operativa appaia un elemento che impatta negativamente sui risultati aziendali, lo studio ha evidenziato che le aziende familiari hanno conseguito delle contrazioni della redditività inferiori alle non familiari.
- c) La distinzione delle acquisizioni internazionali, in europee ed extra europea, ha sottolineato una maggiore capacità delle aziende familiari di gestire le acquisizioni oltre i confini europei in quanto maggiore risulta la distanza geografica tra società acquirente ed acquisita, le performance reddituali tendono ad aumentare.

Inoltre, la comparazione tra i risultati reddituali ottenuti dalle aziende familiari rispetto alle non familiari, mostra che entrambi i gruppi di imprese gestiscono con difficoltà le operazioni di acquisizioni internazionali in quanto il livello di redditività seguente alla realizzazione dell'operazione di acquisizione risulta più basso nel caso in cui abbiano acquisito delle imprese localizzate in paesi più vicini all'Italia.

Si evidenzia che le aziende familiari presentano una maggiore efficacia nella gestione delle acquisizioni qualora il livello di distanza culturale è o molto basso o molto elevato; si notano maggiori difficoltà qualora la *target* operi in un settore correlato.

- d) L'analisi congiunta della distanza culturale, caratteristiche dell'acquisizione e redditività ha evidenziato come le acquisizioni internazionali impattano negativamente sui risultati reddituali post acquisizione. In particolare, si nota che sono le imprese acquirenti con migliori performance prima dell'acquisizione a registrare una maggiore contrazione della redditività, e che le imprese appaiono più abili nella gestione delle operazioni di acquisizioni se la distanza culturale è elevata. Le aziende sembrano più capaci nella gestione delle acquisizioni per la diversificazione in quanto queste operazioni, seppur siano le meno redditizie (in valore assoluto), presentano gap di ROA inferiore; per contro le operazioni per la crescita nel core business sono quelle che hanno causato un superiore calo della redditività. Si nota una relazione inversamente proporzionale tra distanza culturale e ROA medio sia prima che dopo la realizzazione della crescita per via esterna.
- e) Le aziende familiari, se guidate da un management esterno risultano più performanti. La maggiore partecipazione di consiglieri non familiari, in caso di operazioni di acquisizione, appare, quindi, un fattore che permette di ottenere dei risultati superiori attraverso la realizzazione delle operazioni di acquisizione in quanto circa tre aziende su quattro che hanno registrato una redditività post operazione superiore (sia in caso di acquisizioni nazionali che internazionali) presentano un grado di familiarità del Consiglio di Amministrazione inferiore al 50% (relazione più marcata in caso di

operazioni internazionali). La presenza di un management esterno appare, quindi, un fattore che favorisce una migliore gestione delle operazioni di acquisizione in quanto favorisce una maggiore oggettività valutativa e strategica e apporta le competenze di cui in membri della famiglia proprietaria non sono sempre titolari.

6. ALLEGATI

Allegato 1

	Target Europea		
	Familiari & Non Familiari	Non Familiari	Familiari
Gap ⁸⁸ economico Negativo Alto	4,9%	7,3%	3,8%
Gap economico Negativo Basso	61,2%	55,6%	63,9%
Gap economico Positivo Alto	16,9%	17,4%	16,7%
Gap economico Positivo Basso	16,9%	19,7%	15,6%
Totale	100,0%	100,0%	100,0%

Tabella 1 – Allegato 1: Analisi della distanza economica tra società acquirente ed acquisita in termini di Pil a Parità del Potere d'Acquisto (PPA) in caso di target europea

	Target Extra - Europea		
	Familiari & Non Familiari	Non Familiari	Familiari
Gap economico Negativo Alto	1,5%	2,1%	1,2%
Gap economico Negativo Basso	45,9%	54,7%	41,0%
Gap economico Positivo Alto	51,9%	43,2%	56,6%
Gap economico Positivo Basso	0,7%	0,0%	1,2%
Totale	100,0%	100,0%	100,0%

Tabella 2 – Allegato 1: Analisi della distanza economica tra società acquirente ed acquisita in termini di Pil a Parità del Potere d'Acquisto (PPA) in caso di target extra - europea

Target Europea	Non Familiari & Familiari			Non Familiari			Familiari		
	Business Diverso	Acq. Business Correlato	Acq. Stesso Business	Business Diverso	Acq. Business Correlato	Acq. Stesso Business	Business Diverso	Acq. Business Correlato	Acq. Stesso Business
Gap Negativo Alto	6,5%	0,0%	4,0%	9,9%	0,0%	5,5%	4,7%	0,0%	3,5%
Gap Negativo Basso	62,8%	65,5%	57,6%	58,4%	77,3%	41,8%	65,1%	58,3%	63,6%
Gap Positivo Alto	15,4%	12,1%	20,7%	12,9%	18,2%	25,5%	16,7%	8,3%	18,9%
Gap Positivo Basso	15,4%	22,4%	17,7%	18,8%	4,5%	27,3%	13,5%	33,3%	14,0%
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tabella 3 – Allegato 1: Analisi della distanza economica – per tipologia di acquisizione - tra società acquirente ed acquisita in termini di Pil a Parità del Potere d'Acquisto (PPA) in caso di target europea

⁸⁸ Si definisce:

- PIL *Aquiror* < PIL *Target* (delta negativo molto elevato) – Gap economico Negativo Alto
- PIL *Aquiror* < PIL *Target* (delta negativo) - Gap economico Negativo Basso
- PIL *Aquiror* > PIL *Target* (delta positivo molto elevato) - Gap economico Positivo Alto
- PIL *Aquiror* > PIL *Target* (delta positivo) - Gap economico Positivo Basso

Target Extra Europea	Non Familiari & Familiari			Non Familiari			Familiari		
	Business Diverso.	Acq. Business Correlato	Acq. Stesso Business	Business Diverso	Acq. Business Correlato	Acq. Stesso Business	Business Diverso	Acq. Business Correlato	Acq. Stesso Business
Gap Negativo Alto	2,5%	0,0%	0,0%	3,1%	0,0%	0,0%	2,1%	0,0%	0,0%
Gap Negativo Basso	48,8%	55,6%	37,0%	56,3%	50,0%	52,6%	43,8%	60,0%	32,3%
Gap Positivo Alto	48,1%	40,7%	63,0%	40,6%	50,0%	47,4%	53,1%	33,3%	67,7%
Gap Positivo Basso	0,6%	3,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	6,7%	0,0%
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tabella 4 – Allegato 1: Analisi della distanza economica – per tipologia di acquisizione - tra società acquirente ed acquisita in termini di Pil a Parità del Potere d'Acquisto (PPA) in caso di target extra – europea

Allegato 2

	Target Europea		
	Familiari & Non Familiari	Non Familiari	Familiari
Distanza Culturale ⁸⁹ Bassa	13,1%	11,8%	13,7%
Distanza Culturale Media	54,3%	53,9%	54,4%
Distanza Culturale Alta	32,6%	34,3%	31,8%
Totale	100,0%	100,0%	100,0%

Tabella 1 – Allegato 2: Distanza culturale delle operazioni di acquisizioni europee

	Target Extra - Europea		
	Familiari & Non Familiari	Non Familiari	Familiari
Distanza Culturale Bassa	0,0%	0,0%	0,0%
Distanza Culturale Media	38,8%	29,5%	43,9%
Distanza Culturale Alta	61,2%	70,5%	56,1%
Totale	100,0%	100,0%	100,0%

Tabella 2 – Allegato 2: Distanza culturale delle operazioni di acquisizioni extra - europee

Target Europea	Non Familiari & Familiari			Non Familiari			Familiari		
	Business Diverso	Acq. Business Correlato	Acq. Stesso Business	Business Diverso	Acq. Business Correlato	Acq. Stesso Business	Business Diverso	Acq. Business Correlato	Acq. Stesso Business
DC Bassa	12,3%	8,6%	15,7%	8,9%	4,5%	20,0%	14,1%	11,1%	14,0%
DC Media	53,9%	60,3%	53,0%	58,4%	50,0%	47,3%	51,6%	66,7%	55,2%
DC Alta	33,8%	31,0%	31,3%	32,7%	45,5%	32,7%	34,4%	22,2%	30,8%
Totale	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tabella 3 – Allegato 2: Distanza culturale delle operazioni di acquisizione europea con dettaglio per tipologia di acquisizione

Target Extra - Europea	Non Familiari & Familiari			Non Familiari			Familiari		
	Business Diverso	Acq. Business Correlato	Acq. Stesso Business	Business Diverso	Acq. Business Correlato	Acq. Stesso Business	Business Diverso	Acq. Business Correlato	Acq. Stesso Business
DC Bassa	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
DC Media	43,1%	25,9%	34,6%	32,8%	25,0%	21,1%	50,0%	26,7%	38,7%
DC Alta	56,9%	74,1%	65,4%	67,2%	75,0%	78,9%	50,0%	73,3%	61,3%
Totale	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tabella 4 – Allegato 2: Distanza culturale delle operazioni di acquisizioni extra - europee con dettaglio per tipologia di acquisizione

⁸⁹ Si definisce:

- Distanza Culturale Bassa (1 fattore diverso)
- Distanza Culturale Media (2 fattori diversi)
- Distanza Culturale Alta (3 fattori diversi)

Allegato 3

Target Italiana – Aziende Familiari			
	ROA medio (triennio pre Acq.)	ROA medio (triennio post Acq.)	Delta ROA medio post & pre Acq. (3Y)
Stesso settore	6,6	5,8	0,8
Settore Correlato	6,3	5,6	0,7
Business Diverso	5,9	3,4	2,6

Tabella 1 – Allegato 3: Tipologia di operazione di acquisizione e redditività in caso di target italiana (Aziende Familiari)

Target Italiana -- Aziende Non Familiari			
	ROA medio (triennio pre Acq.)	ROA medio (triennio post Acq.)	Delta ROA medio post & pre Acq. (3Y)
Stesso settore	4,6	2,1	2,5
Settore Correlato	4,5	3,8	0,7
Business Diverso	3,8	2,3	1,5

Tabella 2 – Allegato 3: Tipologia di operazione di acquisizione e redditività in caso di target italiana (Aziende Non Familiari)

Target Internazionale -- Aziende Familiari			
	ROA medio (triennio pre Acq.)	ROA medio (triennio post Acq.)	Delta ROA medio post & pre Acq. (3Y)
Stesso settore	7,6	4,0	3,6
Settore Correlato	7,8	5,6	2,2
Business Diverso	8,1	5,0	3,1

Tabella 3 – Allegato 3: Tipologia di operazione di acquisizione e redditività in caso di target internazionale (Aziende Familiari)

Target Internazionale -- Aziende Non Familiari			
	ROA medio (triennio pre Acq.)	ROA medio (triennio post Acq.)	Delta ROA medio post & pre Acq. (3Y)
Stesso settore	6,6	4,8	1,8
Settore Correlato	3,6	1,5	2,2
Business Diverso	5,9	3,7	2,2

Tabella 4 – Allegato 3: Tipologia di operazione di acquisizione e redditività in caso di target internazionale (Aziende Non Familiari)

Target Europea -- Aziende Familiari & Non Familiari			
	ROA medio (triennio pre Acq.)	ROA medio (triennio post Acq.)	Delta ROA medio post & pre Acq. (3Y)
Stesso settore	7,5	3,4	4,1
Settore Correlato	6,9	3,9	3,0
Business Diverso	6,8	4,0	2,8

Tabella 5 – Allegato 3: Tipologia di operazione di acquisizione e redditività in caso di target europea (Aziende Familiari e Non Familiari)

Target Europea -- Aziende Familiari			
	ROA medio (triennio pre Acq.)	ROA medio (triennio post Acq.)	Delta ROA medio post & pre Acq. (3Y)
Stesso settore	7,6	2,8	4,8
Settore Correlato	8,8	5,2	3,6
Business Diverso	7,8	4,2	3,7

Tabella 6 – Allegato 3: Tipologia di operazione di acquisizione e redditività in caso di target europea (Aziende Familiari)

Target Europea -- Aziende Non Familiari			
	ROA medio (triennio pre Acq.)	ROA medio (triennio post Acq.)	Delta ROA medio post & pre Acq. (3Y)
Stesso settore	7,3	4,9	2,4
Settore Correlato	4,0	1,8	2,2
Business Diverso	4,8	3,7	1,1

Tabella 7 – Allegato 3: Tipologia di operazione di acquisizione e redditività in caso di target europea (Aziende Non Familiari)

Target Extra Europea -- Aziende Familiari & Non Familiari			
	ROA medio (triennio pre Acq.)	ROA medio (triennio post Acq.)	Delta ROA medio post & pre Acq. (3Y)
Stesso settore	6,8	6,2	0,6
Settore Correlato	5,6	4,1	1,5
Business Diverso	8,2	5,3	2,9

Tabella 8 – Allegato 3: Tipologia di operazione di acquisizione e redditività in caso di target extra - europea (Aziende Familiari e Non Familiari)

Target Extra Europea -- Aziende Familiari			
	ROA medio (triennio pre Acq.)	ROA medio (triennio post Acq.)	Delta ROA medio post & pre Acq. (3Y)
Stesso settore	7,6	6,8	0,7
Settore Correlato	6,5	7,0	-0,6
Business Diverso	8,6	6,4	2,2

Tabella 9 – Allegato 3: Tipologia di operazione di acquisizione e redditività in caso di target extra - europea (Aziende Familiari)

Target Extra Europea -- Aziende Non Familiari			
	ROA medio (triennio pre Acq.)	ROA medio (triennio post Acq.)	Delta ROA medio post & pre Acq. (3Y)
Stesso settore	5,0	4,5	0,5
Settore Correlato	2,8	0,8	1,9
Business Diverso	7,5	3,5	4,0

Tabella 10 – Allegato 3: Tipologia di operazione di acquisizione e redditività in caso di target extra - europea (Aziende Non Familiari)

Allegato 4

Acquisizione internazionale (Aziende Familiari)	Stesso Settore			Settore Correlato			Business Diverso		
	ROA medio ⁹⁰ (3Y pre)	ROA medio ⁹¹ (3Y post)	Delta ROA ⁹² (3Y)	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)
DC ⁹³ Bassa	9,9	3,8	6,2	4,4	3,9	0,5	5,9	3,4	2,6
DC Media	8,4	4,3	4,1	8,2	5,0	3,2	7,9	4,6	3,3
DC Alta	5,9	3,6	2,2	7,8	7,1	0,6	8,9	6,0	2,8

Tabella 1 – Allegato 4: Tipologia di operazione, distanza culturale e redditività in caso di target internazionale (Aziende Familiari)

Acquisizione internazionale (Non Familiari)	Stesso Settore			Settore Correlato			Business Diverso		
	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)
DC Bassa	8,1	6,8	1,3	0,0	10,8	-10,8	10,8	8,1	2,7
DC Media	7,5	5,8	1,6	1,7	0,5	1,2	4,5	3,6	0,9
DC Alta	5,1	3,2	1,9	5,2	1,6	3,6	6,5	3,2	3,3

Tabella 2 – Allegato 4: Tipologia di operazione, distanza culturale e redditività in caso di target internazionale (Aziende Non Familiari)

Acquisizione europea (Aziende Familiari e Non Familiari)	Stesso Settore			Settore Correlato			Business Diverso		
	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)
DC Bassa	9,2	4,7	4,4	4,4	5,6	-1,2	7,5	4,7	2,8
DC Media	8,1	4,0	4,0	6,5	3,7	2,8	6,4	3,7	2,6
DC Alta	5,3	1,6	3,7	8,6	4,1	4,5	7,3	4,2	3,1

Tabella 3 – Allegato 4: Tipologia di operazione, distanza culturale e redditività in caso di target europea (Aziende Familiari e Non Familiari)

Acquisizione europea (Aziende Familiari)	Stesso Settore			Settore Correlato			Business Diverso		
	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)
DC Bassa	9,9	3,8	6,2	4,4	3,9	0,5	5,9	3,4	2,6
DC Media	8,2	3,4	4,8	9,0	4,8	4,2	7,5	3,8	3,8
DC Alta	5,3	1,3	4,0	9,9	6,6	3,3	9,0	5,2	3,8

Tabella 4 – Allegato 4: Tipologia di operazione, distanza culturale e redditività in caso di target europea (Aziende Familiari)

⁹⁰ ROA medio società acquirente calcolato come media ROA del triennio pre-acquisizione

⁹¹ ROA medio società acquirente calcolato come media ROA del triennio post-acquisizione

⁹² DELTA ROA medio società acquirente calcolato differenza tra ROA medio del triennio pre-acquisizione e ROA medio del triennio post-acquisizione

⁹³ Si definisce:

- Distanza Culturale Bassa (1 fattore diverso)
- Distanza Culturale Media (2 fattori diversi)
- Distanza Culturale Alta (3 fattori diversi)

Acquisizione europea (Aziende Non Familiari)	Stesso Settore			Settore Correlato			Business Diverso		
	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)
DC Bassa	8,1	6,8	1,3	0,0	10,8	-10,8	10,8	8,1	2,7
DC Media	7,9	5,9	2,0	1,7	1,3	0,4	4,1	3,7	0,4
DC Alta	5,3	2,4	2,9	7,6	1,2	6,4	3,6	2,6	1,0

Tabella 5 – Allegato 4: Tipologia di operazione, distanza culturale e redditività in caso di target europea (Aziende Non Familiari)

Acquisizione extra - europea (Aziende Familiari e Non Familiari)	Stesso Settore			Settore Correlato			Business Diverso		
	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)
DC Bassa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DC Media	8,5	7,0	1,5	5,1	2,9	2,2	7,5	5,3	2,2
DC Alta	5,9	5,8	0,1	5,7	4,5	1,2	8,8	5,3	3,5

Tabella 6 – Allegato 4: Tipologia di operazione, distanza culturale e redditività in caso di target extra - europea (Aziende Familiari e Non Familiari)

Acquisizione extra - europea (Aziende Familiari)	Stesso Settore			Settore Correlato			Business Diverso		
	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)
DC Bassa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DC Media	9,2	7,3	1,9	5,1	5,9	-0,8	8,5	6,0	2,5
DC Alta	6,4	6,5	-0,1	7,0	7,7	-0,7	8,7	6,8	1,9

Tabella 7 – Allegato 4: Tipologia di operazione, distanza culturale e redditività in caso di target extra - europea (Aziende Familiari)

Acquisizione extra - europea (Aziende Non Familiari)	Stesso Settore			Settore Correlato			Business Diverso		
	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)	ROA medio (3Y pre)	ROA medio (3Y post)	Delta ROA (3Y)
DC Bassa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DC Media	4,9	5,5	-0,7	0,0	-8,9	8,9	5,2	3,2	2,1
DC Alta	5,0	4,2	0,8	2,8	1,9	0,9	9,1	3,7	5,4

Tabella 8 – Allegato 4: Tipologia di operazione, distanza culturale e redditività in caso di target extra - europea (Aziende Non Familiari)

BIBLOGRAFIA

- Agrawal A., Jaffe, J. F., Mandelker G. N. (1992). The post-merger performance of acquiring firms: A reexamination of an Anomaly. *Journal of Finance*, 47, 1605-1622.
- Amore M.D., Garofalo, O., Minichilli, A. (2014). Gender interactions within the family firm. *Management Science*, 60 (5) 1083-1097.
- Anderson R.C., Reeb D.M. (2003). Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage. *Journal of Law and Economics*, 46 (2) 653-684.
- Andres C. (2008). Large shareholders and firm performance - An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14 (4) 431-445.
- Antoniou A., Petmezas D., Zhao, H. (2007). Bidder gains and losses of firms involved in many acquisitions. *Journal of Business Finance and Accounting*, 34, 1221-1244.
- Astrachan J. H., Shanker M. C. (2003). Family Businesses' Contribution to the U.S. Economy: A Closer Look. *Family Business Review*, 16 (3) 211-219.
- Barney J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17.
- Barontini R., Caprio L. (2006). The effect of family control on firm value and performance: evidence from continental Europe. *European Financial Management*, 12, 689-723.
- Basu N., Dimitrova L., Paeglis I. (2009). Family control and dilution in mergers. *Journal Banking and Finance*, 33, 829-841.
- Bauguess S., Stegemoller M. (2008). Protective governance choices and the value of acquisition activity. *Journal of Corporate Finance*, 14 (5) 550-566.
- Ben-Amar W., André P. (2006). Separation of ownership from control and acquiring firm performance: The case of family ownership in Canada. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33, 517-543.
- Bennedsen M., Wolfenzon D. (2000). The balance of power in closely held corporations. *Journal of Financial Economics* 58, 113-139.
- Berger P., Ofek E. (1995). Diversification's Effect on Firm Value. *Journal of Financial Economics*, 37, 39-65.
- Berrone P., Cristina Cruz C., Gomez-Mejia L. R. (2012). Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research. *Family Business Review*, 25 (3) 258-279.
- Berrone P., Cruz C., Gomez-Mejia L. R., Larraza-Kintana M. (2010). Socioemotional Wealth and Corporate Responses to Institutional Pressures: Do Family-Controlled Firms Pollute Less?. *Administrative Science Quarterly*, 55 (1) 82-113.
- Bertrand O., Betschinger M. (2011). Performance of domestic and cross- border acquisitions: Empirical evidence from Russian acquirers. *Journal of Comparative Economics*, 1-41.
- Bouzgarru H., Navatte P. (2013). Ownership structure and acquirers performance: Family vs. non-family firms. *International Review of Financial Analysis*, Elsevier, 123-134.
- Caprio L., Croci E., Del Giudice A. (2011). Ownership structure, family control, and acquisition decisions. *Journal of Corporate Finance*, 17, 1636-1657.
- Chakrabarti R. (2009). *The Other India: Realities of an Emerging Power Hardcover*.
- Comment R., Jarrel, G.(1995). Corporate focus and stock returns. *Journal of Financial Economic*, 37, 67-87.

- Corbetta G. (2005). *Capaci di crescere: l'impresa italiana e la sfida per la dimensione*. 1° Edizione. Milano: Egea.
- Corbetta G. (2010). *Aziende familiari: Strategie per il lungo periodo*. 1° Edizione. Milano: Egea.
- Corbetta G., Tomaselli S. (1996). *Ruolo e funzionamento dei Consigli di Amministrazione nelle imprese familiari italiane*. *Economia & Management* 4.
- Cruz C., Gomez-Mejia L. R., Becerra, M. (2010). Perceptions of benevolence and the design of agency contracts: CEO-TMT relationships in family firms. *Academy of Management Journal*, 53, 69-89.
- DeLong G., Deyoung R. (2007). Learning by Observing: Information Spillovers in the Execution and Valuation of Commercial Bank M&As. *Journal of Finance*, (62)181-216.
- Doukas J., Holmen, M., Travlos, N. (2002). Diversification, ownership and control of Swedish Corporations. *European Financial Management*, 8, 28 -314.
- Faccio M., Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65, 365-395.
- Fama E.F., Jensen, M.C. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law & Economics*, 26, 327-350.
- Feea C.E., Thomas S. (2004). Sources of gains in horizontal mergers: evidence from customer, supplier and rival firms. *Journal of Financial Economics*, (74) 324-460.
- Francis B.B., Hasan, I., Sun X. (2007). Financial market integration and the value of global diversification: Evidence for U.S. acquirers in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Banking and Finance*, forthcoming.
- Franks J., Mayer C., Volpin P., Wagner H. F. (2012). The life cycle of family ownership: International evidence. *Review of Financial Studies*, 25, 1675-1712.
- Gomez-Mejia L.R., Cruz C., Berrone P., De Castro J. (2011). The bind that ties, Socioemotional wealth preservation in family firms, *The Academy of Management Annals*, 5 (1) 653-707.
- Gomez-Mejia L.R., Makri M., Kintana M.L. (2010). Diversification Decisions in Family-Controlled Firms. *Journal of Management Studies*, 47 (2) 232-252.
- Gomez-Mejia L.R., Patel P., Zellweger T.M. (2015). In the horns of the dilemma: socioemotional wealth, financial wealth, and acquisitions in family firms. *Journal of Management*.
- Gomez-Mejia L.R., Takacs H. K., Nuñez-Nickel M., Jacobson K.J.L., Moyano-Fuentes J. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. *Administrative Science Quarterly*, 52, 106-137.
- Gorton G., Kahl M., Rosen R. (2009). Eat or be eaten: A theory of mergers and merger waves. *Journal of Finance*, 64, 1291-1344.
- Habbershon T. G., Williams M. L. (1999). A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms; *Family Business Review*, 12 (1) 1-25.
- Harrison J.S. (1991). Synergies and Post-Acquisition Performance: Differences versus Similarities in Resource Allocation. *Journal of Management*, (17) 173-191.
- Healy P. M., Palepu, K. G., Ruback R. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31, 135-175.
- Hofstede G. (1980). *International differences in work-related values*. Beverly Hills; London: Sage publications.

- Hofstede G. (2001). *Culture's consequence*. Thousand Oaks, CA, Sage 2001.
- Jensen M.C., Meckling, W.H. (1976). *Journal of Financial Economics*, 3 (4) 305-360.
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flows, corporate finance and takeover. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- John K., Ofek, E. (1995). Asset sales and increase in focus. *Journal of Financial Economics*, 105-126.
- Kling G., Ghobadian, A., Hitt, M.A., Weitzel, U., O'Regan N. (2014). The Effects of Cross-Border and Cross-industry Mergers and Acquisitions on Home-region and Global Multinational Enterprises. *British Journal of Management*, 25, 116-132.
- La Porta R., López-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106, 113-1155.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (1999); Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, 54 (2) 471-517.
- Lang L., René Stulz R. (1994). Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance. *Journal of Political Economy*, 102 (6) 1248-80.
- Maquieria C., Megginson W., Nail L. (1998). Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers. *Journal of Financial Economics*, 48, 3-33.
- Marks M.L., Mirvis P.H. (2001). Making mergers and acquisitions work: Strategic and psychological preparation. *Academy of Management Executive*, 15 (2) 80-92.
- Martin G. P., Gomez-Mejia L. R., Wiseman R. M. (2013). Executive stock options as mixed gambles: Revisiting the behavioral agency model. *Academy of Management Journal*, 56 (2) 451-472.
- Martynova, M., Renneboog L. (2008). Spillover of corporate governance standard in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, forthcoming.
- Maury B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12, 321-341.
- Meldrum D.H. (2000). Country Risk and Foreign Direct Investment. *Business Economics*, 35 (1) 33-40.
- Miller D., Le Bretton-Miller I. (2006). Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship, and Capabilities. *Family Business Review*, 19 (1) 73-87.
- Miller D., Minichilli A., Corbetta G. (2013). Is Family Leadership Always Beneficial?. *Strategic Management Journal*, 34, 553-571.
- Miller D., Le Breton-Miller I., Lester R.H. (2010). Family Ownership and Acquisition Behavior in Publicly-Traded Companies. *Strategic Management Journal*, 31, 201-22.
- Miller D., Le Breton-Miller I., Scholnick B. (2008). Stewardship vs. Stagnation: An Empirical Comparison of Small Family and Non-Family Businesses. *Journal of Management Studies* 45 (1) 50-78.
- Minichilli A., Brogi M., Calabrò A. (2015). Weathering the Storm: Family Ownership, Governance, and Performance Through the Financial and Economic Crisis; Corporate Governance: An International Review, 24 (6) 552-568.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R. W. (1990). Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?. *The Journal of Finance*, vol. XLV no. 1.
- Morck R., Yeung B. (2003). Agency Problems in Large Family Business Groups; *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27 (4) 367-382.

- Penrose E.T. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford University Press - New York.
- Rankine D., Howson P. (2006). *Acquisition essentials a step by step guide to smarter deals*. 1st Edition. Pearson Education Limited.
- Rossi S., Volpin P.F. (2004). Cross-country determinants of merger and acquisitions. *Journal of Accounting and Economics*, 16 (1-3) 167-98.
- Rumelt R. (1974). *Strategy, Structure, and Economic Performance*. Boston: HBS Press.
- Schulze W.S., Lubatkin M.H., Dino R.N., Buchholtz A.K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization science* 12 (2) 99-116.
- Sraer D., Thesmar D. (2007). Performance and behavior of family firms: Evidence from the French stock market. *Journal of the European Economic Association*, 5, 709-751.
- Stulz R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 3 - 27.
- Stulz R., Williamson R. (2003). Culture, openness, and finance. *Journal of Financial Economics*, Elsevier, 70 (3) 313-349.
- Villalonga B., Amit R.H. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of Financial Economics*, 80 (2) 385-417.
- Villalonga B., Amit R. (2009). How are U.S. family firms controlled? *The Review of Financial Studies*, 22, 3047-3091.
- Yeh Tsung-ming, Hoshino Y. (2002). Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers. *Japan and the World Economy*, 14 (3) 347-366
- Walters B., Kroll M., Wright P. (2010). The impact of TMT board member control and environment on post-IPO performance. *Academy of Management Journal*, 53, 572-595.
- Wang L., Zajac E. (2007). Alliance or acquisition? A dyadic perspective on interfirm resource combinations. *Strategic Management Journal*, 28 (13) 1291-1317.
- Wernerfelt B. (1984). A Resource-Based View of the Firm. *Strategic Management Journal*, 171-180.
- Zollo M., Singh H (2004). Deliberate learning in corporate acquisition: Post-acquisition strategies and integration capability in U.S. bank mergers. *Strategic Management Journal*, 25, 1233-1256.
- Zollo M., Maier D. (2008) What is M&A performance?. *Academy of Management Perspectives*, 22, 55-77.

AZIENDE FAMILIARI ITALIANE ED ACQUISIZIONI: COME LA FAMIGLIA INFLUENZA LA PROPENSIONE AD ACQUISIRE

Francesca Rizzi

1. INTRODUZIONE

La struttura proprietaria e la configurazione di *Corporate Governance* ricoprono un ruolo fondamentale nel processo di definizione e di perseguimento degli obiettivi strategici in quanto incidono sia sulle decisioni relative alla definizione delle modalità di protezione del valore aziendale che su quelle di tipo economico e culturale/valoriale (Berrone, Cruz, & Gómez-Mejía, 2012; Anderson & Reeb, 2003; Morck & Yeung, 2003).

Le strutture e i meccanismi di *Corporate Governance* hanno infatti una funzione “protettiva” del valore aziendale, attraverso l’implementazione di meccanismi preposti alla riduzione dei costi di agenzia e dei potenziali conflitti d’interesse. Tuttavia, il sistema di *Corporate Governance* ha anche un significativo ruolo nel processo di sviluppo, definizione e creazione del valore aziendale in una prospettiva di medio – lungo termine. L’imputazione di questa nuova funzione alla *Corporate Governance* trova giustificazione nel riconoscimento della stretta interazione ed integrazione dei processi strategici aziendali con quelli di governo. L’efficacia e il ruolo della *Corporate Governance* risultano strettamente connessi alla sua capacità di operare bilanciando le funzioni di protezione e di creazione del valore aziendale attraverso una corretta ed approfondita valutazione e comprensione delle esigenze strategiche aziendali e contingenti. Le strutture e i processi di *Corporate Governance* incidono, quindi, sulle scelte aziendali, incluse quelle che guidano il cambiamento o il rinnovamento strategico.

Numerosi studiosi, riconoscendo il ruolo giocato dall’interazione tra la configurazione della *Corporate Governance* e della struttura proprietaria con le dinamiche aziendali (Anderson & Reeb, 2003 ; Ang, Cole & Lin, 2000 ; Fama, 1980 ; Fama & Jensen 1983), hanno evidenziato sia come queste condizionino le scelte strategiche sia il loro impatto sui risultati economici aziendali. Bebchuk et al., (2005) hanno sottolineato che la *Corporate Governance* è positivamente associata al valore e/o ai rendimenti azionari mentre Carline, Linn & Yadav (2009) hanno mostrato come la configurazione dell’assetto proprietario incide sulle performance post acquisizione.

Le imprese familiari costituiscono un aggregato aziendale di particolare interesse sia per la loro rilevanza numerica a livello mondiale (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999; Morck & Yeung, 2003 ; Astrachan & Shanker, 2003; Sirmon & Hitt, 2003; Anderson, Mansi, & Reeb, 2003 ; Chrisman & Patel, 2012) che per le loro specificità strutturali e dinamiche interne, imputabili alla loro natura familiare. Relativamente a queste imprese si nota, infatti, che la *Corporate Governance* e la configurazione/struttura proprietaria presentano delle caratteristiche distintive proprie, direttamente riconducibili alla sovrapposizione tra proprietà, management e

famiglia. Questa condizione, c.d. “*sovrapposizione istituzionale*”, si sostanzia in un effettivo connubio famiglia-impresa, fattore che non solo condiziona le scelte aziendali, ma dal quale scaturiscono dinamiche interne uniche che incidono sui processi aziendali e sui risultati dell’impresa. Le numerose prospettive teoriche elaborate, come la *Agency Theory* (Morck & Yeung, 2003; Schulze, Lubatkin, Dino, & Buchholz, 2001), la *Stewardship Theory* (Miller & Le Breton- Miller, 2006; Miller, Le Breton-Miller, and Scholnick, 2008), la *Resource-Based View* (Habbershon & Williams, 1999, etc.), e la *Social - Emotional Wealth* (SEW) (Berrone, Cruz, & Gómez-Mejía, 2012; Berrone, Cruz, Gómez-Mejía, & Larraza-Kintana, 2010; Gómez-Mejía et al., 2011; Gómez-Mejía, Haynes, Nuñez- Nickel, Jacobson, & Moyano-Fuentes, 2007), hanno evidenziato come il controllo azionario della famiglia, unitamente al suo coinvolgimento nelle posizioni apicali, condizionino priorità ed obiettivi strategici oltre che l’orizzonte/prospettiva temporale aziendale.

Nonostante i risultati emersi dai precedenti studi offrano prospettive tra loro differenti, tutte le ricerche evidenziano e sottolineano la volontà della famiglia di operare e di partecipare alla vita d’azienda, ai fini di mantenere un elevato controllo, unitamente all’imprescindibile relazione tra la struttura di governo/proprietaria e al legame tra le dinamiche strategiche e familiari (Anderson & Reeb, 2003; Gomez-Mejia et al. 2015; Miller et al., 2010, Gomez-Mejia et al. 2010). Essendo le scelte strategiche aziendali fondate sia su fattori endogeni che esogeni (Venkatraman & Prescott, 1990 ; Tan & Litsschert, 1994), le imprese familiari devono operare ponderando numerose variabili, contemperandone le differenti caratteristiche e priorità, ai fini di supportare un processo di crescita e/o per garantire la sopravvivenza. La dinamicità del mercato, l’elevata concorrenza e la dimensione internazionale hanno creato la necessità e l’urgenza, nella maggior parte delle imprese, di agire per affrontare le complessità dell’ambiente esterno e le sue potenziali avversità. Tra le numerose opzioni strategiche volte a supportare un processo di crescita si annoverano le acquisizioni che, oltre ad offrire potenziali benefici, si caratterizzano per importanti sfide e complessità, connesse non solo alle fasi di valutazione e di selezione dell’azienda da acquisire, ma anche legate, soprattutto, al processo di integrazione tra impresa acquirente e acquisita. Le acquisizioni costituiscono, infatti, una tra le principali strategie che determinano e guidano il cambiamento strategico, in quanto permettono di entrare velocemente in un nuovo mercato geografico e/o di prodotto, di potenziare la quota di mercato, di sviluppare e di generare nuove sinergie, e di rafforzare il potere contrattuale sia dal punto di vista relazionale che operativo.

Data la rilevanza delle aziende familiari nel contesto internazionale e le loro peculiarità, risulta particolarmente interessante analizzare come varia la propensione di questa categoria di aziende ad effettuare operazioni di acquisizione al variare del grado e delle modalità di coinvolgimento della famiglia alla vita d’impresa.

Alla base dello studio vi è l’argomento, basato sulla relazione tra *principal* ed *agent* (*Theory of the firm: agency costs*) definito da Jensen e Meckling (1976) ovvero “*un contratto in base al quale una o più persone (principale) obbliga un'altra persona (agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente*”⁹⁴ (pag. 455)”. La teoria dell’agenzia, applicata alla *Corporate Governance*

⁹⁴ “*Since the relationship between the stockholders and the managers of a corporation fits the definition of a pure agency relationship, it should come as no surprise to discover that the issues associated with the “separation of ownership and*

(Dallochio & Tamarowski, 2005), definisce, quindi, il rapporto di delega che si instaura tra azionisti (*principal*) e manager (*agent*)⁹⁵. Sulla base di tale filone gli *agent*, in virtù della delega datagli dai *principal*, possono essere portati a sfruttare la loro posizione, attraverso l'attuazione di scelte strategiche anche rischiose, come quelle di crescita per via esterna, ai fini di massimizzare i loro benefici personali ledendo, a volte, anche quelli societari e dei membri della famiglia. Dallochio e Tamarowski, partendo da questo legame *principal – agent* e dal riconoscimento della possibilità che gli *agent* operino in modo opportunistico, affermano che “*un sistema perfetto di Corporate Governance dovrebbe fornire ai manager i giusti incentivi per prendere tutte le decisioni di investimento e di finanziamento in un’ottica di massimizzazione del valore (pag. 8)*”⁹⁶.

Il presente lavoro si propone di contribuire allo sviluppo delle ricerche esistenti sul *family business*. L’analisi, in primo luogo, contribuisce alla letteratura esistente estendendo le precedenti ricerche su come il coinvolgimento della famiglia alla vita/attività e gestione dell’impresa influenzi la strategia e le scelte strategiche aziendali con particolare riferimento alla crescita per via esterna. La ricerca si propone di analizzare come la modalità e il grado di partecipazione della famiglia incida sulla propensione ad acquisire. Il *paper* intende fondere l’approfondimento dell’analisi della propensione verso l’acquisizione come strumento di crescita con le sue caratteristiche geografiche ed operative, verificando come queste varino a seconda del livello di coinvolgimento della famiglia proprietaria.

La ricerca è strutturata come segue. Nel secondo paragrafo è illustrato il *framework* teorico di riferimento. In particolare, dapprima sono presentate le prospettive teoriche del *Behavioural Agency Model* (Wiseman & Gomez-Mejia, 1998) e della *Socio - Emotional Wealth* (Berrone et al, 2012; Gomez-Mejia et al., 2007), ai fini di comprendere le dinamiche e le interazioni tra strategia d’impresa, la configurazione del modello di governo e il ruolo della famiglia. Il terzo paragrafo è dedicato alla presentazione del campione, della metodologia e delle variabili. Il quarto paragrafo è destinato all’approfondimento dell’analisi dei dati e alla presentazione del modello econometrico ai fini di evidenziare le modalità e le logiche d’interazione tra famiglia e azienda. Nell’ultimo paragrafo sono, invece, evidenziati i principali risultati emersi unitamente ai limiti della ricerca e alle sue prospettive future.

control” in the modern diffuse ownership corporation are intimately associated with the general problem of agency”. v. Jensen M. C. & Meckling W. H., *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, October, 1976, v. 3, n. 4., p. 455.

⁹⁵ La teoria dell’agenzia definisce la relazione tra azionisti e manager come “*un contratto nel quale l’azionista assume il manager delegando determinate attività e talune responsabilità decisionali*” (Dallochio M. & Tamarowski C., “*Corporate governance e valore. L’esempio di Telecom Italia*”, Egea, Milano, 2005, p. 12).

⁹⁶ Dallochio M. & Tamarowski C., “*Corporate governance e valore. L’esempio di Telecom Italia*”, Egea, Milano, 2005, p. 8).

2. FRAMEWORK TEORICO

2.1 Teoria dell'agenzia, aziende familiari e strategia di acquisizione

Ai fini di comprendere l'implicazione della struttura di *Corporate Governance* (a seguire CG) delle aziende familiari rispetto alle loro scelte strategiche, e alle conseguenti performance, è rilevante esaminare il legame con le modalità e con il grado di partecipazione della famiglia alla vita d'impresa. La struttura proprietaria e la configurazione di governo incidono, infatti, in modo diretto sulla definizione delle scelte e delle priorità strategiche.

Come riconosciuto dalla Teoria dell'Agenzia (Fama & Jensen, 1983; Fama 1980; Jensen & Meckling, 1976), le azioni strategiche sono subordinate alla configurazione della struttura di *Corporate Governance*, alla tipologia e alla "forza" del legame tra *principal* (azionista) ed *agent* (manager). Jensen & Meckling⁹⁷ (1976) hanno riconosciuto questa relazione come un contratto con cui l'azionista assume manager esterni delegando loro alcune specifiche attività/responsabilità decisionali e sottolineano come i costi e le complessità, legate all'interazione *principal – agent*, scaturiscano dalla tendenza dei manager ad agire per massimizzare il loro beneficio/posizione personale. Si evidenzia, quindi, che l'operato dei manager potrebbe creare un'effettiva contrazione del valore aziendale qualora gli azionisti non siano in grado di monitorare efficacemente il loro operato e di stabilire adeguati meccanismi di allineamento. Così come anticipato, la Teoria dell'Agenzia (Jensen & Meckling, 1976) evidenzia che nonostante i benefici riconducibili all'inserimento di professionisti esterni, le scelte dei manager non familiari potrebbero essere guidate da obiettivi prevalentemente personali, oltre che dalla c.d. "smania di potere". In tali contesti la presenza di manager esterni non determina solo costi d'agenzia e conflitti d'interesse, ma potrebbe portare anche all'effettiva dissipazione del valore aziendale. Secondo Jensen & Meckling (1976) l'asimmetria informativa tra *principal* ed *agent* può, infatti, danneggiare i proprietari poiché i manager potrebbero sfruttare la loro superiore dotazione di dati/informazioni per attuare operazioni strategiche, come le acquisizioni, che accrescono la loro reputazione sul mercato, ma che potrebbero, allo stesso tempo, essere inutili o addirittura dannose per le imprese che guidano (Fama & Jensen, 1983). I *principal*, per evitare comportamenti opportunistici dovrebbero, quindi, accrescere il loro diretto controllo e monitoraggio⁹⁸ predisponendo strumenti di allineamento, come ad esempio l'applicazione di un adeguato sistema premiante⁹⁹. Questa dinamica relazionale, e i suoi conseguenti costi, sebbene sia più

⁹⁷ Jensen e Meckling definiscono "an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principals) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent". Jensen M. C. & Meckling W. H., Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics, October, 1976, v. 3, n. 4., p. 455.

⁹⁸ I costi di agenzia derivano dal fatto che il *principal* non è sempre dotato di coerenti o adeguate esperienze, know-how ed expertise per monitorare i manager; tale dinamica crea, infatti, la possibilità, per i manager, sulla base delle loro superiori conoscenze, di trarre vantaggi personali dalla loro posizione.

⁹⁹ Inoltre, per ottenere un controllo efficace sarebbe preferibile costituire un CdA composto prevalentemente da membri non executive in modo da evitare che l'eccessiva concentrazione di potere offuschi il controllo delle funzioni direttive di vertice.

evidente nelle *public company* dove la proprietà è diffusa¹⁰⁰, si verifica anche nelle aziende di dimensioni inferiori, dotate di un controllo maggioritario forte e diretto.

Le imprese familiari, in virtù della c.d. “*sovrapposizione istituzionale*”, riconoscono l’azienda come parte del loro patrimonio e della loro ricchezza personale e presentano – tendenzialmente - una forte concentrazione del controllo azionario, oltre che la coincidenza tra proprietà e management (Gomez-Mejia & Makri, 2010). Tali aziende operano in una prospettiva di lungo termine ai fini di garantire la tutela della ricchezza familiare, sia economica che valoriale (Berrone, Cruz & Gomez-Mejia, 2012) e la continuità generazionale (Zelleweger, Kellermanns, Chrisman & Chua, 2012).

La volontà della famiglia di preservare i propri interessi personali, tra cui la c.d. *SEW Social – Emotional Wealth* (Gomez-Mejia et. all. , 2011 ; Gomez-Mejia et. all. , 2015), la porta ad assumere un atteggiamento di tipo conservativo e di avversione al rischio (Minichilli, 2015 ; Martin, Gomez-Mejia & Wiseman, 2013) e la conduce a favorire l’implementazione di azioni volte a mantenere e a perpetuare una condizione di stabilità interna.

La suddetta situazione, che vede un elevato grado di copertura dei ruoli del top management da parte dei familiari, unitamente al loro controllo maggioritario, ha incentivato l’affermazione e lo sviluppo di sistemi di *governance* interni anche di tipo tacito ed informale¹⁰¹. Tali condizioni determinano, infatti, una superiore concentrazione di CG che favorisce sia livelli più elevati di rendimento, imputabili ai minori costi di agenzia e ai meccanismi di *monitoring* più efficaci (Jensen & Meckling, 1976), che la minore propensione verso l’adozione di strategie meno rischiose e potenzialmente lesive del patrimonio familiare.

Il diretto coinvolgimento della famiglia alla vita d’impresa¹⁰² favorisce, quindi, superiori garanzie sull’allineamento fra l’operato del management e gli interessi della proprietà, limitando il rischio che i vertici gestionali intraprendano scelte espansionistiche, tra cui le strategie di acquisizione, con scopi primariamente opportunistici. I soggetti esterni, non presentando un coinvolgimento diretto sia di tipo economico che valoriale nell’azienda, tendono ad avere un approccio meno conservativo e, conseguentemente, sono maggiormente portati a favorire e a supportare azioni anche potenzialmente rischiose per l’impresa, ma in grado di accrescere la loro posizione personale.

Se da una parte le imprese familiari operano prestando una particolare attenzione all’accentramento del controllo e alla continuità generazionale, la necessità di sopravvivere e di essere competitive all’interno del mercato può determinare anche per loro la necessità di implementare cambiamenti strategici che possono causare una dilazione del potere familiare a causa dell’inserimento di nuovi manager o azionisti. La scelta di

¹⁰⁰ Emerge che la probabilità di comportamenti opportunistici è particolarmente diffusa nei casi di frammentazione della proprietà poiché la maggiore suddivisione delle quote tra i soggetti accresce la complessità di monitorare il top management.

¹⁰¹ Tra questi meccanismi si riconoscono patti di famiglia, insieme di principi-guida e di regole chiare e condivise sui rapporti famiglia-impresa, family office, oltre che assetti di governo tendenzialmente stabili, o “*inerziali*”.

¹⁰² In molte imprese familiari italiane non vi è una vera separazione tra management e proprietà (tendenzialmente almeno un membro della proprietà è coinvolto in attività dirigenziali) e nel caso in cui proprietà e management siano totalmente indipendenti la stessa famiglia proprietaria permane lo “*zoccolo duro*” che può limitare le scelte opportunistiche del management (Miller, Le Breton Miller & Lester, 2010).

aprirsi a soggetti esterni può essere determinata non solo dal bisogno di reperire ulteriori risorse finanziarie, ma anche dalla necessità di dotarsi di un team di manager titolari di *know-how*, esperienze e competenze specifiche.

Sulla base del principio e della volontà di operare in una prospettiva di lungo termine, garantendo un ampio coinvolgimento dei membri della famiglia, le aziende familiari spesso non svolgono una vera e propria selezione dei manager e procedono ad assegnare le cariche dirigenziali/proprietarie sulla base di un legame di parentela senza, quindi, valutare e considerare i risultati ottenuti in campo aziendale. Tale situazione determina, a volte, l'identificazione e la selezione di manager interni inesperti o privi delle competenze necessarie per guidare l'azienda. La presenza di manager non preparati, o eccessivamente coinvolti dalle dinamiche personali ed affettive, potrebbe condurre ad assumere scelte non ottimali, soprattutto in caso di processi delicati, come le operazioni di acquisizione. La struttura e il modello della CG incidono, quindi, direttamente sul successo e sui profitti aziendali. Così come affermato da Corbetta (2005), in merito alle imprese familiari italiane: *“Il processo di inserimento di manager esterni è un fenomeno continuo che costituisce la rappresentazione della volontà dell'imprenditore di favorire tassi di crescita più elevati. Il percorso di crescita aziendale è continuo solo se esiste la capacità societaria di inserire nel management persone in grado di apportare nuove competenze e di rendere più facile il processo di misurazione di quelle esistenti¹⁰³”*. Sulla base di tale affermazione, si riconosce la rilevanza del processo di selezione ai fini di inserire nelle aziende familiari manager competenti, esterni alla famiglia, capaci di apportare le esperienze e il *know-how* necessario per incrementare il valore aziendale. Coerentemente con questa visione, l'apertura del Consiglio d'Amministrazione (CdA) a soggetti non familiari può favorire una maggiore rapidità di trasmissione delle decisioni, pianificazioni tempestive e professionali, contribuendo anche ad un'adeguata regolamentazione dei rapporti famiglia-impresa (facilitando una gestione meno emotiva delle tensioni che possono nascere tra i soci familiari) e alla riduzione del rischio di perdita della ricchezza per gli azionisti di minoranza.

Nonostante soggetti esterni alla famiglia apportino *l'expertise* e il *network* di conoscenze indispensabili per la realizzazione della crescita e/o del cambiamento, le imprese familiari sono ancora restie all'ingresso di membri esterni perché temono che questi, in virtù della tendenza a implementare strategie rischiose, possano minare l'attuale condizione di stabilità riducendo il loro ruolo e la loro ricchezza. In caso di inserimento di manager esterni, la famiglia proprietaria si trova, infatti, dinnanzi alla necessità di rivedere il proprio rapporto nei confronti dell'azienda in modo da svolgere professionalmente il ruolo di proprietà e di governo, così da poter attrarre i migliori talenti, creare rapporti efficaci ed efficienti tra proprietà e management ed evitare comportamenti opportunistici e non trasparenti. Inoltre, se da una parte la concentrazione proprietaria riduce l'asimmetria informativa, dall'altra può essere percepita come un'espressione della volontà della famiglia di incrementare il proprio livello di controllo in modo che gli investitori esterni percepiscano un maggior livello di rischio in termini di espropriazione della ricchezza.

L'acquisizione costituisce una delle principali strategie che favorisce la crescita aziendale. Tale operazione permette, infatti, all'impresa acquirente di potenziare la propria quota di mercato, sviluppare

¹⁰³ Corbetta G. (2005). *“Capaci di crescere: l'impresa italiana e la sfida per la dimensione”*. 1° Edizione, Milano, Egea.

sinergie ed economie di scala, accedere velocemente a nuovi mercati, sia di prodotto che geografici. I processi di acquisizione si caratterizzano per un profilo di rischio elevato imputabile non solo alle proprie caratteristiche, ma anche alle fasi di selezione della *target* oltre che di integrazione tra le società. Si evidenzia, inoltre, che la rischiosità di questa strategia è legata non solo al fatto che può richiedere elevate risorse finanziarie, unitamente alle conoscenze specialistiche (di cui l'azienda acquirente non è sempre dotata), ma anche all'incertezza imputabile alla sua capacità di generare valore per l'azienda acquirente. Così come riconosciuto da Wan & Yiu (2009) e Cartwright & Schoenberg (2006) l'acquisizione potrebbe sia danneggiare le performance aziendali che generare un valore inferiore a quanto previsto (Hitt et al., 2001); tali argomenti accrescono la riluttanza delle imprese familiari ad acquisire in quanto l'operazione potrebbe anche compromettere le relazioni, i network dell'impresa (Friedland, Palmer & Stenbeck, 1990) e ledere la reputazione familiare (Gomez-Mejia 2015). Le aziende familiari tendono, quindi, a disincentivare la realizzazione di acquisizioni (Gomez-Mejia, Makri, & Larraza-Kintana, 2010) e, nel caso in cui invece perseguano questo percorso di crescita, prediligono *target* domestiche ed attive in settori correlati in quanto contraddistinte da una minore incertezza e da un profilo di rischio inferiore.

Sulla base di quanto affermato dalla Teoria dell'Agenzia e dalla *Social – Emotional Wealth* (SEW) la forte partecipazione della famiglia proprietaria alla vita d'impresa svolge, quindi, un'importante funzione di monitoraggio, controllo ed allineamento tale da esercitare un'influenza diretta sulle scelte strategiche aziendali.

In relazione a tali evidenze si è, quindi, portati a sostenere l'esistenza di una relazione positiva fra la presenza di membri esterni e la realizzazione di strategie di acquisizioni.

2.2. Grado di coinvolgimento dei membri della famiglia al Consiglio d'Amministrazione e strategia di acquisizione

A causa della c.d. "*sovrapposizione istituzionale*" e della forte connessione tra famiglia e azienda, i membri della famiglia sono, generalmente, coinvolti in modo diretto nella gestione aziendale e ricoprono la carica di consiglieri. Coerentemente con quanto definito dalla *Social Emotional Wealth* (SEW), i membri della famiglia hanno interessi a lungo termine nell'azienda e, conseguentemente, il loro coinvolgimento nella direzione aziendale, e quindi nel CdA, li porta ad attuare e a supportare scelte strategiche che privilegiano la sopravvivenza aziendale e la tutela del patrimonio emotivo e valoriale della famiglia. Così come riconosciuto da molti autori, tra cui Gómez-Mejía et al. (2007), Zellweger & Astrachan (2008), le aziende familiari e i suoi membri operano privilegiando gli aspetti sociali ed emotivi, secondo una prospettiva generazionale e di sopravvivenza che li conduce, a volte, a rinunciare anche a guadagni a breve termine o a cambiamenti organizzativi/aziendali.

Si evidenzia, inoltre, che un coinvolgimento diretto della famiglia nella gestione aziendale porta alla riduzione dei costi dell'agenzia e dei potenziali conflitti d'interesse. In presenza di consiglieri familiari, i costi d'agenzia si contraggono in quanto un maggior controllo sui manager esterni limita i problemi derivanti dall'asimmetria informativa e dai c.d. "*differenti incentivi*" (Ang, Cole, & Lin, 2000; Demsetz, 1988; Fama & Jensen, 1983a, 1983b). Un controllo più stringente del processo decisionale riduce, quindi, la propensione dei

manager esterni ad implementare azioni che potrebbero accrescere la loro ricchezza e reputazione personale a discapito delle performance e della stabilità aziendale (Miller, Le Breton-Miller 2010). Come sottolineato da Fama & Jensen (1983), “*family members have many dimensions of exchange with one another over a long horizon and therefore have advantages in monitoring and disciplining related decision agents*¹⁰⁴”: il coinvolgimento dei membri della famiglia nel CdA determina, quindi, la contrazione dei costi di monitoraggio, accresce il controllo diretto e previene la possibilità che vengano implementate azioni e comportamenti opportunistici da parte dei manager esterni.

Così come evidenziato dalla letteratura, la partecipazione diretta della famiglia alla vita d’impresa impatta direttamente sulle decisioni strategiche (Miller, Le Breton-Miller and Lester, 2010) poiché la sovrapposizione della figura del *principal* con quella dell’*agent* facilita i rapporti con gli *stakeholder* esterni¹⁰⁵, velocizza il processo decisionale e conferisce una maggiore latenza all’azione (Kets de Vries, 1993; Lins et al., 2003 ; Lin & al., 2012).

I membri della famiglia, secondo quanto definito sia dalla teoria della *Socio-Emotional Wealth* (SEW), che dalla *Behavioral Agency Model* (BAM), presentano una naturale tendenza a favorire azioni che riflettono i valori e gli obiettivi non prettamente economici della famiglia (Zellweger, Kellermanns, Chrisman & Chua, 2012) e incentivano l’implementazione di strategie atte a ridurre il senso di incertezza e a mantenere la situazione attuale.

Coerentemente con queste evidenze, il diretto coinvolgimento dei membri della famiglia nel CdA rappresenta un elemento significativo, capace di incidere direttamente sulle scelte strategiche e sulla percezione del rischio.

Sulla base di tali premesse si è portati ad affermare che al crescere della partecipazione dei membri della famiglia alla direzione aziendale, si contrae la propensione verso l’implementazione di strategie rischiose, tra cui l’acquisizione.

Ipotesi 1a. Al crescere della presenza di membri della famiglia proprietaria nel Consiglio d’Amministrazione, la propensione dalle imprese familiari ad effettuare strategie di acquisizioni tende a ridursi.

Ipotesi 1b. Al crescere della presenza di membri della famiglia proprietaria nel Consiglio d’Amministrazione, il numero di acquisizioni effettuate dalle imprese familiari tende a ridursi.

2.3. Grado di coinvolgimento dei membri della famiglia al Capitale d’Impresa azione e strategia di acquisizione

¹⁰⁴ Fama E.F., Jensen, M.C. (1983). *Agency Problems and Residual Claims*. Journal of Law & Economics, 26, 327-350. (pag. 306)

¹⁰⁵ La vicinanza alla famiglia di controllo genera ulteriori vantaggi in termini di rapporti con le comunità locali, dipendenti, banche e azionisti poiché rende i dirigenti della famiglia particolarmente qualificati per parlare per l’azienda (Miller et al., 2013).

Le aziende familiari, per loro natura, si caratterizzano per una elevata concentrazione della proprietà familiare che, in condizioni di stabilità, porta a supportare e ad incentivare l'implementazione di azioni strategiche volte a proteggere la ricchezza dell'impresa (Bennedsen et al., 2000) e a limitare la propensione verso strategie rischiose che potrebbero determinare cambiamenti aziendali o l'aumento della variabilità delle performance aziendali (Patel & Chrisman 2014). Come ampiamente condiviso e riconosciuto da numerosi autori (Berrone et al., 2012; Chrisman, Chua, & Kellermanns, 2009), i proprietari familiari mostrano un forte legame e un impegno "emotivo" verso l'impresa che li porta ad operare ponendo una particolare attenzione verso la sopravvivenza, soprattutto in condizioni di crisi economica.

Da numerosi studi empirici è, inoltre, emerso che all'aumentare della concentrazione azionaria si riduce la probabilità che vengano implementate scelte strategiche che determinano conseguenze negative sul valore societario (Thompsen & Pedersen 2000). La concentrazione di proprietà può, quindi, aiutare le imprese familiari a reagire a pericoli esterni in quanto un elevato grado di coinvolgimento dei membri della famiglia determina, in capo ad essi, un superiore potere e una maggiore influenza sui processi decisionali tale da ridurre i problemi d'agenzia (Claessens et al., 2000 ; Cronqvist & Nilsson, 2003; La Porta ed altri, 1999; Villalonga & Amit, 2006) e da velocizzare l'attuazione strategica (Boeker & Karichalil, 2002).

Elevati livelli di concentrazione familiare possono, inoltre, limitare i conflitti legati a visioni ed obiettivi interni differenti (con particolare riferimento a quelli connessi alla ricchezza socio-emotiva) in quanto favoriscono lo sviluppo di una visione comune e condivisa potenzialmente in grado di risolvere i contratti tra i manager (Berrone et al., 2012; Schulze et al., 2003; Vilaseca, 2002). I proprietari familiari sono, inoltre, titolari di conoscenze più specifiche, riservate e spesso tacite, legate sia alla mission costitutiva dell'azienda che alle sue sfide competitive (Gedajlovic & Carney, 2010; Penrose, 1959)

Sulla base di tali evidenze si è portati ad affermare che in presenza di un'elevata concentrazione proprietaria, si riduce la propensione verso l'attuazione di azioni che potrebbero minare la prospettiva di lungo termine e che, quindi, risulterebbero rischiose. La concentrazione della famiglia proprietaria non figurerà, quindi, favorevole alla crescita per vie esterne.

Ipotesi 2a. Al crescere del grado di coinvolgimento dei membri della famiglia nella proprietà dell'impresa, la propensione dalle imprese familiari ad effettuare strategie di acquisizioni tende a ridursi.

Ipotesi 2b. Al crescere del grado di coinvolgimento dei membri della famiglia nella proprietà dell'impresa, il numero di acquisizioni effettuate dalle imprese familiari tende a ridursi.

2.4. Leader familiare e strategia di acquisizione

L'elevato coinvolgimento dei membri della famiglia all'interno dell'impresa si sostanzia, molte volte, anche nella detenzione del ruolo di leader aziendale da parte di uno dei componenti della famiglia stessa. La leadership familiare sottende numerosi ed importanti benefici e vantaggi per i proprietari familiari perché la

presenza di una guida familiare incentiva l'attuazione di mosse effettivamente coerenti con le priorità e con gli obiettivi della famiglia e dell'impresa.

Coerentemente con quanto affermato dalla teoria dell'agenzia, la presenza di soggetti proprietari titolari di cariche gestionali e, in particolare, in presenza di un leader familiare, tendono ad incentivare l'impegno e la dedizione verso l'attuazione di un'operatività caratterizzata da una prospettiva di lungo termine (McConaughy, 2000), in quanto un leader familiare “*stressa*” maggiormente il focus verso l'identificazione e il contemperamento di due dimensioni tra loro diverse e, molte volte opposte, ossia quella finanziaria e quella “*non economica*” e/o socio-emozionale (Miller et al., 2013; Minichilli, Corbetta, & MacMillan, 2010).

Così come sottolineato da numerosi ricercatori (Cruz, Gómez-Mejía, & Becerra, 2010; Hall & Nordqvist, 2008; Miller & Le Breton-Miller, 2005; Miller et al., 2013), il leader familiare detiene una forte conoscenza tacita dell'identità, della cultura, della strategia e delle routine che la famiglia vuole mantenere all'interno dell'impresa. La presenza di un leader familiare favorisce, quindi, la contrazione dei problemi di agenzia e dei comportamenti opportunistici in quanto riduce l'asimmetria informativa e potenzia il controllo diretto sulle decisioni del management creando un maggiore allineamento tra i desideri della famiglia e le aspirazioni dei manager esterni.

Come dimostrato da Minichilli (2015), la leadership familiare opera secondo una prospettiva temporale di lungo termine e nell'interesse della famiglia così da incrementare la tutela della sua ricchezza e della sua reputazione. Il leader familiare vuole, infatti, assicurare sia la ricchezza che la reputazione (Berrone et al., 2012; Miller & Le Breton-Miller, 2005; Miller et al., 2008) e percepisce il mantenimento di una prospettiva di lungo termine come una vera urgenza familiare così da operare al fine di incentivare l'implementazione di azioni strategiche che riducono l'incertezza.

Sulla base di suddette evidenze e del riconoscimento di come il leader aziendale condizioni notevolmente le scelte strategiche (Ghosh & Moon, 2007), si è portati ad affermare che in presenza di leadership familiare l'avversione al rischio cresce e, conseguentemente, si riduce la propensione verso l'implementazione di scelte strategiche rischiose come ad esempio la strategia di acquisizione.

Ipotesi 3a. In presenza di un leader aziendale familiare, la propensione dalle imprese familiari ad effettuare strategie di acquisizioni tende a ridursi.

Ipotesi 3b. In presenza di un leader aziendale familiare, il numero di acquisizioni effettuate dalle imprese familiari tende a ridursi.

2.5. Prima generazione e strategia di acquisizione

Le aziende familiari, molte volte, si caratterizzano per la diretta partecipazione del fondatore aziendale alla guida dell'impresa che, nella maggior parte dei casi, detiene anche il ruolo chiave di leader.

Tale situazione di diretto coinvolgimento del fondatore nelle posizioni apicali favorisce il delinearsi di una situazione in cui la visione e la strategia aziendale risultano chiare e ben definite in quanto il “*patron*” d'azienda

è identificato come il soggetto detentore del c.d. *blueprint*¹⁰⁶ aziendale.

Come ampiamente riconosciuto dalla letteratura, il fondatore, essendo il soggetto che ha preso parte in modo diretto alla costituzione dell'azienda, rappresenta la figura che primariamente – e in modo maggioritario rispetto agli altri – è portata a percepire l'azienda come parte integrante della sua ricchezza personale e tende quindi ad operare ai fini di garantirne la sopravvivenza secondo una prospettiva di lungo termine.

Sulla base di tali elementi si è portati ad affermare che in presenza della prima generazione aziendale la propensione verso l'implementazione di strategie potenzialmente rischiose che possono ledere la stabilità aziendale tenderà a diminuire.

Ipotesi 4a. In presenza della prima generazione aziendale, la propensione dalle imprese familiari ad effettuare strategie di acquisizioni tende a ridursi

Ipotesi 4b. In presenza della prima generazione aziendale, il numero di acquisizioni effettuate dalle imprese familiari tende a ridursi.

3. METODOLOGIA DELL'ANALISI EMPIRICA

3.1 Il campione e i dati

Il campione analizzato è costituito dalle 516 imprese italiane familiari con un fatturato superiore ai 50 milioni di euro al 31.12.2014, che hanno realizzato almeno una operazione di acquisizione di controllo tra il 2000 e il 2014.

Si ricorda che per lo svolgimento dell'analisi e della categorizzazione delle imprese, sono state riconosciute come aziende familiari tutte le imprese che soddisfano la definizione indicata dal *European Business Group-GEEF*¹⁰⁷. Sulla base di tali indicazioni e delle specifiche di Corbetta (2010)¹⁰⁸, sono state considerate come

¹⁰⁶ Si definisce "*business blueprint*" la c.d. architettura di business. Il *blueprint* racchiude l'identità complessiva dell'impresa, la sua strategia, gli obiettivi perseguiti e la descrizione del contest competitive in cui l'azienda opera.

¹⁰⁷ Definizione presentata dall'European Business Group-GEEF: "*A firm, of any size, is a family enterprise if: The majority of votes is in possession of the natural person(s) who established the firm, or in possession of the natural person(s) who has/have acquired the share capital of the firm, or in possession of their spouses, parents, child or children's direct heirs. 2. The majority of votes may be indirect or direct. 3. At least one representative of the family or kin is involved in the management or administration of the firm. Listed companies meet the definition of family enterprise if the person(s) who established or acquired the firm (share capital) or their families or descendants posses 25 per cent of the right vote mandated by their share capital.*"

Il GEEF è un organo costituito dalla Commissione Europea. Il GEEF è la federazione ombrello pan-europea che raccoglie le associazioni nazionali che rappresentano le imprese familiari piccole, medie o grandi. L'organizzazione è stata creata nel 1997 con il nome di GEEF (*European Group of Owner Managed and Family Enterprises*). Nel 2009 il nome fu cambiato per garantire un livello superiore di esposizione di pubblico europeo.

¹⁰⁸ Corbetta (2010) ha specificato che "*la natura di familiare*" si acquisisce nel solo momento in cui fondatori coinvolgono direttamente nei loro processi decisionali i membri della famiglia di appartenenza poiché, se così non fosse, le aziende assumerebbero i tratti familiari sin dal momento della loro fondazione. La finalità della longevità e dell'operatività aziendale deve essere connessa all'evoluzione del nucleo familiare e alle decisioni prese al suo interno.

imprese familiari tutte le aziende la cui maggioranza assoluta di azioni di proprietà è detenuta da una o al massimo da due famiglie.

Si evidenzia, inoltre, che ai fini dell'analisi si è proceduto in modo differente a seconda che la società fosse o meno quotata. In particolare, se la società non è quotata questa è stata riconosciuta come familiare se posseduta da una famiglia o al massimo due famiglie congiuntamente titolari di una quota minima del 50 per cento delle azioni (percentuale azionaria capace di garantire un effettivo e stabile controllo). Per contro, se l'azienda è quotata è stata considerata familiare se una famiglia, o al massimo due, possiedono una quota minima del 25 per cento del capitale (Andres, 2008; Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Miller & al, 2013).

Lo studio è stato articolato in due parti. Nello specifico, i paragrafi a seguire (3.2.1. “Variabile dipendente”; 3.2.2. “Variabile Indipendente”; 3.2.3. “Variabili di controllo”) sono volti a presentare le principali caratteristiche del campione indagato attraverso la presentazione dell'analisi delle statistiche descrittive corrispondenti alle variabili monitorate. Questa prima analisi permette di delineare un quadro generale del campione indagato mostrandone le caratteristiche fondamentali. Il paragrafo 3.3 (“Risultati dell'analisi econometrica”) presenta l'output dall'analisi econometrica, evidenzia le relazioni emerse tra le variabili monitorate e rileva se nel campione analizzato si concretizzano le relazioni/interazioni ipotizzate sulla base dell'approfondimento della letteratura.

Attraverso questo studio ci si propone di comprendere le principali caratteristiche delle imprese familiari che hanno realizzato almeno una operazione di acquisizione tra il 2000 e il 2014 e di evidenziare come le differenti modalità di coinvolgimento della famiglia proprietaria alla vita d'impresa possano impattare sulle dinamiche strategiche e, in particolare, sulle scelte di acquisizione.

In linea con l'obiettivo di garantire continuità metodologica e comparabilità col primo e col secondo paper¹⁰⁹ sono state utilizzate le medesime fonti dei dati/informazioni adottate per lo sviluppo della prima e della seconda ricerca.

In particolare, per quanto riguarda il reperimento dei dati relativi alle performance economico - finanziarie, dell'insieme delle informazioni sul bilancio d'esercizio (stato patrimoniale e conto economico), degli indici economico - finanziari e delle misure di mercato sono state utilizzate le banche dati AIDA e ORBIS (entrambi i database sono forniti da Bureau Van Dijk Electronic Publishing) mentre per i dati sulle operazioni di acquisizione è stato utilizzato il database di Zephyr. Si evidenzia che sono state raccolte le informazioni riguardanti le sole acquisizioni completate (indicate nella banca dati Zephyr come “*completed*”) e di controllo (l'azienda acquirente ha conseguito – per mezzo di quella specifica operazione di acquisizione - la quota di maggioranza della *target*); sono, per contro, stati esclusi i casi dei c.d. “*rumors*” (operazioni annunciate e/o iniziate ma non giunte a completamento al 31.12.2014) e le operazioni volte ad acquistare una quota non maggioritaria della *target*.

Le informazioni relative alla struttura proprietaria e di *Corporate Governance*, necessarie per monitorare il coinvolgimento dei membri della famiglia nella vita d'impresa (in termini di controllo

¹⁰⁹ Primo paper: “*Le strategie di acquisizione delle imprese familiari e non familiari: un'analisi empirica sull'Italia 2000-2014*”; Secondo paper: “*Aziende italiane ed acquisizioni: Le acquisizioni aiutano la redditività?*”

azionario, di svolgimento dell'attività dirigenziali/guida e di leadership aziendale), le caratteristiche degli assetti proprietari, il ruolo del fondatore, l'evoluzione temporale della struttura proprietaria etc., sono stati reperiti sul database della Camera di Commercio di Milano delle imprese italiane. Gli altri dati sulla struttura di CG, inclusi quelli relativi alla configurazione e alla composizione del Consiglio di Amministrazione (come ad esempio numero di amministratori, consiglieri giovani, cariche detenute da familiari e da soggetti esterni, *CEO Duality*, i dati sul CEO e sugli altri consiglieri, etc.) sono stati reperiti avvalendosi di ulteriori e molteplici fonti tra cui le relazioni annuali del governo societario, i siti web delle società, la banca dati AIDA, gli articoli di stampa specializzata etc. Per l'attribuzione della familiarità dei soggetti coinvolti nell'impresa (con particolare riferimento ai maggiori azionisti, oltre che al leader e ai consiglieri) è stata analizzata la coincidenza del cognome a quello della famiglia di controllo; queste informazioni sono state reperite sulle relazioni aziendali (Amore, Garofalo, & Minichilli, 2014; Miller & al 2013; Minichilli. 2015), sui siti web aziendali, con particolare riferimento ai profili dei dirigenti e degli amministratori (Minichilli 2015).

3.2 Variabili e misure

3.2.1 Variabili dipendenti

Essendo il fenomeno oggetto d'analisi la propensione delle imprese familiari ad effettuare strategie di acquisizione sono state identificate due variabili dipendenti volte alla rilevazione del fenomeno, ovvero: *Propensione ad acquisire* e *Numero di acquisizioni*. Attraverso queste due misure ci si propone, quindi, di rilevare se le aziende familiari siano favorevoli alla realizzazione di strategie di crescita per via esterna e, nel caso in cui abbiano implementato questa strategia, quale sia il loro grado di predilezione verso l'attuazione di questa modalità di crescita (quante operazioni di crescita per via esterna hanno realizzato).

In particolare, la prima variabile, rappresentata dalla *Propensione ad acquisire*, è una misura di tipo dicotomico che computa se l'azienda familiare ha effettuato almeno una operazione di crescita per via esterna durante l'anno. L'indicatore è, quindi, una variabile che assume valore pari ad 1 nel caso in cui l'azienda familiare abbia realizzato almeno un'acquisizione e zero qualora non sia stata conseguita nessuna operazione di crescita per via esterna.

La seconda variabile dipendente, denominata *Numero di acquisizioni*, indica il numero assoluto di operazioni di acquisizioni realizzate dall'impresa familiare durante l'anno. Tale misura costituisce una buona proxy della propensione delle aziende familiari ad effettuare acquisizioni in quanto un valore maggiore di tale variabile è indicativo di una maggiore inclinazione verso la realizzazione di strategie di crescita per via esterna.

L'approfondimento della variabile dipendente *Propensione ad acquisire* ha evidenziato che le 516 familiari selezionate hanno effettuato nel 12,75% dei casi/anno delle operazioni di acquisizione. Tale dato evidenzia non solo come le aziende familiari non siano molto predisposte verso la realizzazione di strategie di crescita per via esterna, ma denota anche come queste imprese prediligano, nel caso in cui effettuino delle acquisizioni, la realizzazione di più operazioni nel corso di un unico anno.

L'analisi della variabile dipendente *Numero di acquisizioni* ha rilevato che le 516 aziende familiari costituenti il campione hanno portato a termine 987 operazioni di acquisizioni, portando la media complessiva di acquisizioni per anno a 1,24 (il numero medio di acquisizioni complessivo – calcolato sull'intero periodo 2000-2014 – risulta pari a 1,9). L'analisi delle frequenze cumulative ha rilevato che l'84,3% delle imprese familiari ha effettuato una sola acquisizione durante l'anno e che solo lo 0,5% delle aziende analizzate ha realizzato un numero superiore a cinque acquisizioni per anno (l'approfondimento rileva che un'azienda ha conseguito, in un unico anno, 14 operazioni di acquisizione).

Per quanto concerne il trend temporale delle acquisizioni si nota che le aziende hanno complessivamente effettuato una media di 65,8 acquisizioni all'anno e che l'anno più proficuo in termini di volume di acquisizioni è stato il 2006 (6% delle operazioni, ovvero 86 acquisizioni totali) mentre quello in cui è stato realizzato un numero minore di operazioni di crescita per via esterna è stato il 2003 (5,2% delle operazioni ovvero 51 acquisizioni totali). In generale si nota che a partire dal 2007 c'è stata una decrescita del numero di acquisizioni/anno e che oltre il 54% delle operazioni di crescita per via esterna è stato effettuato entro il 2007 (2007 compreso).

3.2.2. Variabili indipendenti

Riconoscendo la struttura proprietaria d'impresa come una delle fondamentali determinanti delle scelte strategiche aziendali, sono state identificate le seguenti quattro variabili indipendenti, quali fattori che potrebbero avere un effetto sulla predisposizione delle aziende familiari ad effettuare operazioni di crescita per via esterna.

La variabile *Concentrazione della proprietà familiare* rappresenta la percentuale delle azioni direttamente detenute dai membri della famiglia proprietaria. Se la variabile assume un valore prossimo a 1, questa risulta esplicativa di una forte concentrazione della proprietà nelle mani di un unico grande *blockholder* familiare, mentre nel caso in cui la variabile assuma un valore prossimo a 0, segnala l'assenza di un unico *blockholder* a favore della presenza di due o tre azionisti della famiglia che detengono un ruolo rilevante, ma quasi identico tra loro (Minichilli et al. 2015).

La variabile *Coinvolgimento della famiglia nel CdA*, che misura il grado di coinvolgimento della famiglia proprietaria nel governo d'azienda, indica la percentuale¹¹⁰ di consiglieri familiari inseriti nel Consiglio d'Amministrazione (CdA). Se la variabile assume un valore prossimo a 1 diviene esplicativa di una forte partecipazione dei membri della famiglia al controllo e alla guida aziendale. Per contro, un valore prossimo a 0 segnala una situazione in cui i membri della famiglia non sono direttamente, o fortemente, coinvolti nelle decisioni strategiche aziendali. Una partecipazione diretta dei membri della famiglia al governo d'azienda ha un importante impatto sul processo decisionale e sulla definizione degli obiettivi strategici e delle priorità d'impresa.

La variabile *Leader familiare* è una misura dicotomica e assume valore pari a 1 nel caso in cui il leader

¹¹⁰ Variabile calcolata come il rapporto tra il numero di amministratori familiari e il numero totale di amministratori costituenti il CdA.

appartenga alla famiglia proprietaria e 0 in caso contrario (Minichilli et al. 2015). Risulta importante analizzare se il leader aziendale è un membro della famiglia in quanto l'appartenenza del leader aziendale alla famiglia proprietaria potrebbe essere un ulteriore e rilevante fattore che influenza in modo diretto le scelte e i comportamenti acquisitivi. Walters, Kroll, & Wright (2010) sottolineano, per esempio, come la presenza di un leader familiare potrebbe aumentare la probabilità di attuare un'acquisizione correlata o meno.

La variabile *Prima generazione* è una dummy che assume valore pari a 1 nel caso in cui la società sia guidata dalla prima generazione aziendale e 0 in caso contrario. Una società si considera guidata dalla prima generazione aziendale nel caso in cui il fondatore della società sia direttamente coinvolto nella gestione aziendale (si includono i casi di partecipazione sia come azionista che come consigliere). In presenza del fondatore si è portati ad ipotizzare che gli obiettivi direttamente connessi alla tutela della c.d. della *Socio - Emotional Wealth* (SEW) (Berrone, Cruz, & Gómez-Mejía, 2012; Berrone, Cruz, Gómez-Mejía, & Larraza-Kintana, 2010; Gómez-Mejía et al., 2011; Gómez-Mejía, Haynes, Nuñez- Nickel, Jacobson, & Moyano-Fuentes, 2007) e alla perpetuazione della continuità aziendale tendano a prevalere su quelli economici.

L'analisi delle variabili indipendenti permette di evidenziare la sussistenza di un forte grado di partecipazione della famiglia proprietaria alla vita d'impresa.

In particolare, relativamente a queste variabili, risulta interessante analizzare come varia il coinvolgimento della famiglia alla vita d'impresa a seconda del verificarsi (o meno) dell'operazione di acquisizione. Ai fini di cogliere questa differenza si è proceduto come segue. Le statistiche descrittive sono state computate in quattro situazioni differenti (vedi Tabelle 1 - 3), ovvero: situazione al 31.12.2014, valore aggregato (sono stati considerati tutti i casi/anno: anno con acquisizione e anno senza acquisizione), valore in caso di acquisizione (sono stati computati i soli casi/anno in cui si è verificata l'acquisizione) e valore in assenza di operazioni di crescita per via esterna (sono stati analizzati i soli casi/anno in cui si non è verificata l'acquisizione).

Complessivamente si nota, al 31.12.2014, un elevato grado di partecipazione diretta della famiglia alla vita d'impresa, dal momento che oltre l'85% del capitale azionario è direttamente detenuto dalla famiglia proprietaria e circa la metà dei ruoli consiliari è attribuito a membri della famiglia¹¹¹ (Tabella 1). La distinzione tra gli anni (Tabella 1) in cui è stata realizzata un'operazione di crescita per via esterna, rispetto a quelli in cui non è stata implementata la strategia, rivela delle differenze circa il livello di coinvolgimento della famiglia (sia dal punto di vista del controllo familiare che della percentuale di consiglieri familiari). In particolare, attuando una distinzione tra casi/anno in cui è stata – o meno - effettuata l'acquisizione, si notano alcune diversità. Se da una parte il controllo familiare negli anni in cui è stata conseguita un'operazione di crescita per via esterna decresce (il controllo familiare risulta pari all'87% in caso di mancata acquisizione e si abbassa all'80,2% durante gli anni in cui vengono effettuate operazioni di crescita di via esterna), la partecipazione dei membri della famiglia al CdA si comporta in modo opposto. L'approfondimento rileva, infatti, che il coinvolgimento dei membri della famiglia nell'organo direttivo negli anni in cui è stata realizzata

¹¹¹ L'elevato grado di partecipazione della famiglia alla vita d'impresa è confermato anche attraverso lo sviluppo dell'analisi relativa alla totalità dei casi, ovvero l'insieme delle osservazioni relative sia ai casi/anno in cui è stata effettuata e in cui non è stata realizzata l'operazione di acquisizione.

un'acquisizione raggiunge il 43,7% (coinvolgimento familiare superiore di ben 12,6 punti percentuali rispetto al caso relativo agli anni in cui non sia stata effettuata nessuna operazione di crescita per via esterna¹¹²).

Questo dato porta a desumere che qualora le aziende familiari scelgano di effettuare operazioni di crescita per via esterna, ai fini di mantenere un controllo forte e diretto sull'azienda, preferiscono accrescere il loro ruolo decisionale-strategico tramite una superiore partecipazione al CdA sacrificando parte del loro controllo azionario. La riduzione della proprietà potrebbe trovare giustificazione nel fatto che, essendo le acquisizioni delle operazioni economicamente molto onerose, le aziende si trovano a dover aprire il capitale a soggetti terzi in modo da riuscire ad ottenere le risorse finanziarie di cui effettivamente necessitano.

	Valore medio puntuale al 31.12.2014	Valore medio periodo 2000 - 2014	Valore medio calcolato sugli anni in cui è stata realizzata l'acquisizione	Valore medio calcolato sugli anni in cui non è stata realizzata l'acquisizione
Controllo familiare	85,40%	86,10%	80,20%	87,04%
Percentuale consiglieri familiari	49,00%	52,10%	43,70%	31,10%

Tabella 1: Controllo familiare totale e Percentuale di consiglieri familiari

Per quanto riguarda la leadership familiare si nota che al 31.12.2014 più della metà delle aziende familiari monitorate presentano un leader familiare (53,4%).

Considerando la totalità delle osservazioni (caso/anno) si rileva che complessivamente oltre il 60% dei casi analizzati si caratterizza per la presenza di un leader familiare (Tabella 2). Risulta interessante notare come la guida aziendale varia in relazione al fatto che nel corso dell'anno sia o meno stata effettuata un'operazione di acquisizione. In particolare, si evidenzia che la propensione ad affidare la guida della società ad un membro non appartenente alla famiglia proprietaria accresce nel momento in cui viene realizzata una crescita per via esterna (Tabella 2). Il dato, apparentemente in contrasto con la crescita della percentuale di consiglieri familiari negli anni dell'acquisizione, può essere motivato dal fatto che la famiglia predilige dotarsi di un leader esterno, titolare di ampie esperienze e di specifiche competenze, ponendolo in una condizione di maggiore controllo/monitoraggio diretto da parte del CdA (superiore coinvolgimento della famiglia nel CdA) ai fini di evitare/ridurre costi d'agenzia e potenziali conflitti d'interesse.

	Valore puntuale al 31.12.2014	Valore medio periodo 2000 - 2014	Valore medio calcolato sugli anni in cui è stata realizzata l'acquisizione	Valore medio calcolato sugli anni in cui non è stata realizzata l'acquisizione
Leader Non Familiare	46,60%	39,20%	47,70%	37,90%
Leader Familiare	53,40%	60,80%	52,30%	62,10%

Tabella 2: Leadership familiare

Guardando alla generazione aziendale, emerge che quasi il 24% delle aziende si caratterizza per il diretto coinvolgimento alla vita aziendale del fondatore. In particolare, considerando la totalità delle osservazioni

¹¹² La differenza è statisticamente significativa (T-test con p-value < 0,1).

(caso/anno), si evidenzia che la maggioranza delle aziende familiari monitorate è di seconda o successiva generazione (Tabella 3) in quanto il 68,5% delle società vede la diretta partecipazione dal fondatore. La comparazione della generazione aziendale tra casi/anno in cui è stata o meno realizzata l'operazione di acquisizione mostra che nel 28,1% la strategia di crescita per via esterna è stata effettuata in presenza del fondatore della società.

	Valore puntuale al 31.12.2014	Valore medio periodo 2000 - 2014	Valore medio sugli anni in cui è stata realizzata l'acquisizione	Valore medio sugli anni in cui non è stata realizzata l'acquisizione
Seconda Generazione o successive	76,10%	68,50%	71,90%	68,00%
Prima Generazione	23,90%	31,50%	28,10%	32,00%

Tabella 3: Generazione aziendale

3.2.3. Variabili di controllo

Per controllare il potenziale effetto esercitato dalle caratteristiche dell'impresa acquirente e dell'operazione, sono state inserite alcune variabili di controllo che hanno ad oggetto la situazione economico-finanziaria, la struttura di CG e proprietaria e le caratteristiche dell'operazione di acquisizione.

Relativamente alle variabili concernenti le caratteristiche dell'impresa acquirente e la sua situazione economico – finanziaria, sono state identificate le seguenti misure: *Dimensione aziendale*, *Età aziendale*, *Debt/Equity ratio*, *Posizione Finanziaria Netta (PFN)* e *Return on Assets (ROA)*.

La variabile *Dimensione aziendale* computa la dimensione dell'acquirente ed è calcolata come il logaritmo naturale del valore della produzione dell'impresa all'ultimo anno disponibile. Si è portati ad ipotizzare che al crescere della dimensione aziendale accresca anche la dotazione di risorse (in termini sia di risorse operative che finanziarie ed organizzative) aziendali.

L'*Età aziendale*, che rileva l'età dell'azienda acquirente, è misurata come il numero di anni dal momento della sua costituzione¹¹³; la variabile può essere considerata una buona *proxy* dell'esperienza aziendale e della sua dotazione di risorse. Si desume che all'aumentare dell'età aziendale accresca, anche, la sua dotazione di risorse ed esperienze.

La misura *Debt/Equity ratio*, data dal rapporto tra l'indebitamento finanziario netto della società e il suo patrimonio netto, misura la sostenibilità del debito finanziario. Si presume che qualora il rapporto *Debt/Equity* sia elevato la solidità finanziaria dell'azienda sia limitata e conseguentemente la propensione verso le acquisizioni sia minima.

La variabile *Posizione Finanziaria Netta (PFN)*, spesso usata come indicatore alternativo di performance, è esplicativa dell'indebitamento netto dell'impresa, ed esprime il saldo tra fonti ed investimenti

¹¹³ Si chiarisce che nel caso in cui l'azienda abbia subito una riorganizzazione o un cambio della ragione sociale è stato utilizzato come anno di costituzione, ai fini della computazione della variabile Età aziendale, l'anno in cui è stata fondata l'impresa (costituzione iniziale e prima registrazione della ragione sociale presso registro delle imprese).

di natura finanziaria. Si ipotizza che al crescere delle Posizione Finanziaria Netta accresca l'indebitamento dell'azienda tale per cui la predilezione dell'impresa verso la realizzazione di operazioni di acquisizioni tenderà a ridursi.

La variabile *Return on Assets (ROA)*, calcolata come rapporto tra il Reddito Operativo e Totale Attivo, è una *proxy* delle performance economiche dell'*acquiror*. Essendo il ROA una misura esplicativa della capacità dell'azienda di generare reddito si desume che in presenza di livelli elevati di ROA la disponibilità finanziaria aumenti e, quindi, accrescano anche le risorse utilizzabili per lo svolgimento di operazioni di acquisizione.

Per quanto concerne le caratteristiche della *Corporate Governance* dell'impresa acquirente, la variabile monitorata è la *CEO Duality*¹¹⁴. Questa misura si propone di comprendere se l'AD della *acquiror* è anche Presidente del CdA. La *CEO Duality* è codificata una variabile dummy che assume valore pari a 1 se il CEO è anche Presidente del Consiglio di Amministrazione e 0 altrimenti (Amore et al, 2014; Andres, 2008; Villalonga & Amit, 2006.).

L'approfondimento delle aziende familiari costituenti il campione evidenzia, al 31.12.2014, un aggregato d'impresе con un'età media pari a 35,6 anni e con ricavi medi delle vendite uguali a circa 816 milioni di euro, un Debt/Equity Ratio del 6,15, una Posizione Finanziaria Netta pari a 68,7 milioni di euro ed un ROA di quasi il 4% (Tabella 4).

Attuando un approfondimento tra la situazione economico – finanziaria del campione, attraverso una comparazione tra gli anni in cui è stata effettuata l'operazione di acquisizione rispetto a quelli in cui non è stata realizzata nessuna strategia di crescita per via esterna, rileva che in corrispondenza di un'acquisizione le aziende familiari presentano, mediamente, minori ricavi delle vendite (673,8 milioni di euro rispetto a 1.014 milioni di euro) unitamente a una struttura finanziaria più solida (*Debt/Equity* ratio inferiore) e superiori livelli di redditività. Tali dati portano a desumere che le aziende familiari hanno effettuato operazioni di acquisizioni in periodi in cui erano dotate di una struttura e di un profilo economico-finanziario più stabile.

¹¹⁴ Si definisce *CEO Duality* la situazione di mancata separazione della carica di Amministrazione Delegato da quella di Presidente. La teoria della Corporate Governance riconosce come *best practice* una condizione in cui sussista la separazione tra il ruolo di Presidente del Consiglio di Amministrazione, che dovrebbe essere affidato ad un amministratore non esecutivo, e quello di vertice del management (leader o capo azienda); dal punto di vista effettivo si rileva però la diffusa pratica di unire i due ruoli nella stessa persona (cosiddetta *CEO Duality*).

	Valore puntuale al 31.12.2014	Valore medio periodo 2000 - 2014	Valore medio sugli anni in cui è stata realizzata l'acquisizione	Valore medio sugli anni in cui non è stata realizzata l'acquisizione
Età aziendale	35,6	30,2	30,3	30,3
Dimensione aziendale (Ln dei ricavi delle vendite - valore medio)	13,6	13,5	13,4	13,9
Debt Equity Ratio (valore medio)	6,15	1,58	1,64	1,2
PFN (valore medio)	68.715,2	140.589,5	136.821,4	163.287,3
ROA	3,79	5,48	7,51	6

Tabella 4: situazione economico – finanziaria aziende familiari

L'analisi delle caratteristiche della *Corporate Governance* (Tabella 5) delle aziende costituenti il campione mostra, al 31.12.2014, una situazione dove il Consiglio d'Amministrazione è formato mediamente da 6 o 7 manager (media puntuale pari a 6,6) e da una predilezione verso la struttura di governo dell'Amministratore Delegato. In particolare, emerge che circa l'85% delle aziende è dotata del modello di Amministratore Delegato e che la struttura più ampiamente utilizzata è quello della *leadership* collegiale (*Team* di Amministratori Delegati). La figura del leader aziendale risulta molto "forte" all'interno delle aziende familiari indagate dal momento che in quasi il 30% delle aziende l'Amministratore Delegato è titolare anche della carica di Presidente.

Comparando la struttura di governo delle aziende familiari tra gli anni in cui è stata effettuata l'operazione di acquisizione e quelli in cui non è stata realizzata nessuna strategia di crescita per via esterna, si rileva che le aziende familiari, negli anni in cui hanno svolto un'acquisizione, sono state caratterizzate da una superiore adesione al modello di Amministratore Delegato, soprattutto, se singolo. In corrispondenza di un'acquisizione, infatti, si riscontra una preferenza per una struttura dove la *leadership* è singola. La predilezione di tale struttura trova giustificazione, almeno in parte, nel fatto che una guida unica costituisce un fattore che dovrebbe, verosimilmente, favorire una maggiore velocità decisionale. La *CEO Duality*, per contro, appare maggiormente adottata qualora la società non abbia implementato nell'anno una operazione di crescita per via esterna.

	Al 31.12.2014	Tutti anni	Solo anni acquisizione	Anni no acquisizione
Numero consiglieri CdA	6,6	6,4	7,4	6,2
Amministratore Unico	4,1%	6,5%	4,1%	6,9%
Presidente Esecutivo	11,1%	14,0%	11,4%	14,4%
Amministratore Delegato singolo	40,7%	40,3%	48,4%	39,1%
Leadership Collegiale (Team di Amministratori Delegati)	44,2%	39,1%	36,2%	39,6%
<i>CEO Duality</i>	28,4%	30,0%	29,3%	30,1%

Tabella 5: caratteristiche struttura di *Corporate Governance* delle aziende familiari

3.3 Risultati dell'analisi econometrica

Ai fini dello svolgimento dell'analisi econometrica sono state svolte due analisi di regressione: logaritmica e poissoniana.

Nello specifico, nella prima fase della ricerca è stata elaborata una regressione di tipo logaritmico ad effetti fissi, mentre in uno *step* successivo è stata fatta una regressione di tipo poissoniano ad effetti fissi.

Si evidenzia che la prima regressione (regressione logaritmica ad effetti fissi) è stata svolta utilizzando come variabile dipendente la *Propensione ad acquisire* mentre per l'elaborazione della seconda regressione (regressione poissoniana ad effetti fissi) è stata utilizzata come variabile dipendente il *Numero di acquisizioni* effettuate nel corso dell'anno.

La scelta dell'utilizzo di un modello di regressione logaritmico ad effetti fissi, ai fini dello studio della variabile dipendente *Propensione ad acquisire*, è legata al fatto che questo modello costituisce un adeguato e coerente modello lineare generalizzato in caso di variabile dipendente di tipo dicotomico. Invece, per quanto concerne l'approfondimento della variabile dipendente *Numero di Acquisizioni* è stata svolta una regressione poissoniana¹¹⁵ a effetti fissi poiché questo modello lineare generalizzato è adeguato nel caso in cui sia necessario sviluppare dei modelli statistici attraverso il conteggio dei dati in tabelle contingenti.

La scelta di imputare il database come *panel data* e di utilizzare questi modelli (regressione logaritmico ad effetti fissi e regressione poissoniana ad effetti fissi) trova giustificazione nel fatto che il campione analizzato non rappresenta un'estrazione casuale da una popolazione, ma deriva dalla scelta ben definita di analizzare le sole società familiari italiane che hanno effettuato almeno una operazione di crescita per via esterna nel periodo compreso tra il 2000 - 2014 e presentanti, al 31.12.2014, un fatturato maggiore o uguale ai 50 milioni di euro. Per le suddette aziende sono state rilevate le variabili definite ex ante (vedi paragrafo 3.2 "Variabili"), per un lasso temporale definito a priori (2000 - 2014).

Così come anticipato la regressione di tipo logaritmico permette di rilevare se l'azienda ha conseguito almeno una acquisizione nel corso dell'anno (probabilità che l'azienda abbia effettuato un'acquisizione nel corso nell'anno) mentre la poissoniana verifica e rileva le scelte di acquisizioni quantitative, sulla base dell'effettivo numero di operazioni di acquisizione effettuate.

L'adeguatezza di entrambi i modelli sopracitati è stata anche confermata ed avvalorata sia dal *test di Hausman* (il test di *Hausman* serve per vedere se il modello ad effetti fissi è più appropriato rispetto al modello ad effetti random) che dal test di multicollinearità (l'analisi multicollinearità ha evidenziato che le variabili inserite nel modello non presentano problemi di multicollinearità in quanto tutti i valori dei *variance inflation factor* relativi a tutte le variabili sono inclusi tra 1 e 2). L'analisi multivariata è stata realizzata utilizzando il software statistico STATA e il campione usato è stato usato come *panel*¹¹⁶.

¹¹⁵ La regressione di Poisson assume che la variabile di risposta Y ha una distribuzione di Poisson, e assume che il logaritmo del suo valore atteso possa essere modellato da una combinazione lineare di parametri sconosciuti.

¹¹⁶ Il campione è denominato panel se contiene osservazioni su N. individui per T anni. I dati, relativi agli individui, sono ripetuti nel tempo; la presenza di osservazioni ripetute lungo un lasso temporale ben definito (2000-2014) sulle stesse

Sulla base delle due variabili dipendenti selezionate e dell'approfondimento della letteratura si è portati ad ipotizzare che sussiste un legame negativo tra le scelte di acquisizioni e il grado di familiarità. Ci si aspetta, quindi, una bassa predisposizione delle aziende familiari verso le operazioni di acquisizioni sia in termini di probabilità di esecuzione della strategia (fenomeno misurato per mezzo della variabile dipendente *Propensione ad acquisire*) che di numero di operazioni/anno eseguite (fenomeno misurato per mezzo della variabile dipendente *Numero di Acquisizioni*). Sulla base di tale premessa ci si attende che, qualora l'azienda familiare acquisisca ed effettui un numero elevato di operazioni, il livello di partecipazione diretto della famiglia alla vita aziendale (sia in termini di gestione che di controllo) sia limitato.

Si evidenzia (Tabella 5) che le aziende familiari hanno conseguito nel 12,75% dei casi azienda/anno un'operazione di acquisizione e che, quindi, il numero medio di acquisizioni risulta pari a 0.16 operazioni di acquisizioni/anno (con una deviazione standard dello 0.51). Si rende esplicito che tale dato è stato computato su 7749 casi/anno tale per cui ai fini del calcolo sono stati inclusi anche gli anni in cui l'azienda non ha effettuato nessuna operazione di acquisizione. Nel caso in cui si vadano invece a considerare i soli casi/anno in cui l'azienda ha acquisito (casi in cui la variabile *Propensione ad acquisire* assume valore pari a 1) il numero medio di acquisizioni/anno è pari a 1,24 con deviazione standard pari a 0,26. Dall'approfondimento delle variabili dipendenti emerge, inoltre, che le aziende familiari *acquiror* hanno conseguito, nell'arco di dodici mesi, al massimo 14 operazioni di acquisizioni.

Così come anticipato, le variabili indipendenti utilizzate per la costruzione dei modelli sono quattro, ovvero: quota azionaria complessivamente detenuta dalla famiglia proprietaria, percentuale di consiglieri familiari, presenza di leader familiare e prima generazione societaria (diretto coinvolgimento del fondatore dell'impresa alle attività aziendali o al capitale azionario). In merito a tali variabili si rileva mediamente, così come da attese, un elevato grado di coinvolgimento della famiglia proprietaria alla vita d'impresa. In particolare, l'analisi delle statistiche descrittive evidenzia che la concentrazione della proprietà familiare risulta mediamente pari al 52,1% (deviazione standard superiore al 30%), il livello di coinvolgimento della famiglia al CdA supera l'80% (pari a 86,1%) con un'oscillazione di circa il 20%. Si evidenzia, inoltre, che nel 31,5% dei casi l'impresa è di prima generazione e, quindi, il fondatore è ancora direttamente coinvolto, e che il 60,8% delle aziende è guidata da un membro della famiglia stessa (Tabella 5).

Per quanto concerne le variabili di controllo, costituite da una combinazione di misure preposte a rilevare le caratteristiche aziendali, ovvero la situazione economico-finanziaria e la struttura di CG, nonché le caratteristiche dell'operazione di acquisizione, le statistiche descrittive rilevano quanto segue. Nello specifico, si nota che le aziende sono mediamente giovani in quanto il logaritmo naturale dell'età risulta pari a 3,1 (si ricorda che l'età aziendale media è 35,6 anni) e la dimensione aziendale (computata come il logaritmo naturale del valore dei ricavi aziendali al 31.12.2004) è uguale a 12,3.

unità permette di specificare e di stimare modelli più realistici e complessi rendendo le stime più precise, derivanti dalla disponibilità e dalla numerosità di osservazioni generate dalla combinazione della dimensione temporale e spaziale del sistema.

Per quanto concerne le variabili relative alla situazione reddituale e finanziaria delle aziende si nota che queste conseguono un ROA medio del 5,5% (oscillazione di 7,4 punti percentuali circa), una Posizione Finanziaria Netta di circa 140.590 migl. Euro (con deviazione standard uguale a circa 560.315 migl. Euro), un rapporto Debt/Equity medio 1,6 con una elevata deviazione standard (8,1). Si nota che quasi il 50% delle aziende monitorate presenta una situazione di *CEO Duality* e che mediamente le imprese familiari analizzate hanno effettuato 0,13 operazioni di acquisizioni domestiche/anno e 0,15 acquisizioni per la diversificazione/anno.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Variabili											
	Media	Dev. Standard									
1	.209	.333									
2	.158	.506									
3	.861	.195									
4	.521	.310									
5	.314	.464									
6	.607	.488									
7	3,113	.871									
8	12,267	1,389									
9	5,480	7,440									
10	140589,5	560314,8									
11	1,584	8,171									
12	.499	.500									
	Propensione ad acquisire										
	Numero di acquisizioni										
	Coinvolgimento Fam. CdA										
	Conc. Proprietà Familiare										
	Prima Generazione										
	Leader Familiare										
	Età aziendale										
	Dimensione aziendale										
	ROA										
	PFN										
	Debt/Equity ratio										
	CEO Duality										

Note: N= 3197; * p < .05

Tabella 5: Statistiche descrittive e analisi delle correlazioni dalle variabili utilizzate per lo sviluppo dell'analisi di regressione

Per meglio comprendere le relazioni tra le variabili è stata sviluppata l'analisi di correlazione. Come mostrato dalla Tabella 5, figurano numerose le correlazioni statisticamente significative tra le variabili.

L'analisi della tabella di correlazione evidenzia che tutte le variabili indipendenti si caratterizzano per una relazione statisticamente significativa e di tipo negativo con entrambe le variabili dipendenti, *Propensione ad acquisire* e *Numero di acquisizioni*. Comparando il legame tra le variabili indipendenti con ciascuna variabile dipendente si nota un effetto negativo leggermente maggiore sulla *Propensione ad acquisire* rispetto al *Numero di acquisizioni*. Inoltre, si evidenzia che le quattro variabili indipendenti sono sempre correlate negativamente e in modo statisticamente significativo rispetto alla *Propensione ad acquisire*, mentre rispetto alla misura *Numero di acquisizioni*, sono le variabili *Concentrazione della Famiglia proprietaria*, *Leader Familiare* e *Coinvolgimento della famiglia proprietaria nel CdA* a presentare p-value <0.05. Si evidenzia che la variabile indipendente *Concentrazione della Famiglia proprietaria* è quella legata in modo più negativo (correlazione *Concentrazione della Famiglia proprietaria* – *Propensione ad acquisire* pari a -0.1201; correlazione *Concentrazione della Famiglia proprietaria* – *Numero di acquisizioni* pari a -0.1492) ad entrambe le variabili dipendenti e che, invece, la misura correlata in modo meno “forte” alle variabili esplicative del fenomeno è la misura *Prima Generazione* (correlazione *Prima Generazione* – *Propensione ad acquisire* pari a -0.0293¹¹⁷; correlazione *Prima Generazione* – *Numero di acquisizioni* pari a -0.0066¹¹⁸).

Tali relazioni negative, tra la partecipazione della famiglia alla vita d'azienda e le variabili dipendenti, confermano quanto ipotizzato. Ci si aspetta, infatti, che la famiglia, sulla base della sua volontà di preservare il ruolo all'interno dell'azienda e del riconoscimento dell'azienda come parte integrante della propria ricchezza economica e valoriale, sia portata a disincentivare l'implementazione di strategie che potrebbero potenzialmente ledere o contrarre la loro posizione determinando un ampliamento della compagine societaria e/o l'accesso di manager esterni.

Le variabili indipendenti si caratterizzano, inoltre, tra di loro, per correlazioni positive e statisticamente significative. Nello specifico, emerge che la relazione positiva più forte è quella tra le variabili *Leader familiare* e *Coinvolgimento della famiglia proprietaria nel CdA* (correlazione uguale a 0.4862), mentre quella che si caratterizza per un valore inferiore di correlazione è quella tra *Concentrazione della Famiglia proprietaria* e presenza della *Prima generazione* aziendale (correlazione uguale a 0.0775). La sussistenza di una correlazione positiva e statisticamente significativa tra le variabili indipendenti è esplicativa del fatto che la famiglia è portata sia ad accrescere la sua presenza nel contesto aziendale che a rafforzarla. In particolare, dai dati si desume che qualora la famiglia proprietaria detenga una quota molto elevata la sua partecipazione accresce anche nella gestione aziendale diretta (correlazione pari a 0.4313 tra *Concentrazione della proprietà familiare* e *Coinvolgimento della famiglia proprietari nel CdA*¹¹⁹ e correlazione uguale a 0.4862 tra *Concentrazione della proprietà familiare* e presenza di un *Leader familiare*¹²⁰).

¹¹⁷ Relazione staticamente significativa, p-value < 0.05

¹¹⁸ Relazione non staticamente significativa, p-value > 0.05

¹¹⁹ Relazione staticamente significativa, p-value < 0.05

¹²⁰ Relazione staticamente significativa, p-value < 0.05

Per quanto concerne la correlazione tra le variabili di controllo e le variabili dipendenti si rilevano i seguenti comportamenti e relazioni. Nello specifico emerge che la variabile di controllo *Età aziendale* è legata in modo negativo e statisticamente significativo all'indicatore *Numero di acquisizioni* (-0.031) e che la variabile *Dimensione Aziendale* figura legata in modo statisticamente significativo e positivo ad entrambe le variabili dipendenti (correlazione pari a 0.115 tra *Propensione ad acquisire* e *Propensione ad acquisire* ; correlazione uguale a 0.103 tra *Propensione ad acquisire* e *Numero di acquisizioni*). Tali evidenze mostrano come l'età e la dimensione aziendale (in termini di valore della produzione) costituiscono fattori dotati di un impatto diretto sulle scelte di acquisizioni. In particolare, minore risulta l'età aziendale, maggiore figura la propensione verso la crescita per via esterna e al crescere della dimensione dell'azienda acquirente la propensione verso questa strategia aumenta. Si evidenzia, relativamente alla variabile della redditività aziendale (*ROA*), che questa è connessa positivamente – e in modo statisticamente significativo - alla variabile *Propensione ad acquisire*. Tale legame denota come la situazione economico - finanziaria dell'azienda abbia un peso rilevante nella definizione delle scelte strategiche. La correlazione negativa della *CEO Duality* alle variabili dipendenti può essere giustificato dal fatto che un leader molto forte – titolare congiuntamente della carica di capoazienda e di Presidente – sia resiliente e, conseguentemente, tenda a disincentivare qualsiasi azione che possa ledere la sua posizione e potere. Si precisa che la variabile *CEO Duality* è correlata in modo negativo e statisticamente significativo all'indicatore *Propensione ad acquisire* (-0.046).

L'analisi econometrica si basa sui due modelli, elaborati in modo sequenziale: il primo modello è di tipo logaritmico (misura la probabilità che l'azienda acquisisca usando come variabile dipendente la *Propensione ad Acquisire*) mentre il secondo modello è di tipo poissoniano (rileva il numero di acquisizioni effettuate in caso di acquisizioni attraverso la variabile dipendente il *Numero di acquisizioni*). Lo studio è stato svolto secondo questo ordine in quanto si è voluto esaminare dapprima la predisposizione delle aziende familiari ad effettuare operazioni di acquisizione e, successivamente, la loro propensione a svolgere più operazioni di crescita per via esterna (si evidenzia che la regressione poissoniana è elaborata/applicata ai soli casi azienda/anno in cui è stata svolta almeno una strategia di crescita per via esterna nel corso dell'anno).

Dal punto di vista operativo, ai fini dell'elaborazione dell'analisi relativa ad entrambe le regressioni, si è proceduto all'inserimento delle variabili nel modello in modo graduale. Nello specifico, in un primo momento sono state inserite, congiuntamente alla variabile dipendente, le sole variabili di controllo per poi inserire, secondo la metodologia *stepwise*, anche le variabili indipendenti. Questa modalità operativa, basata sull'inserimento graduale, risulta efficace in quanto permette di recepire le variazioni della significatività del modello, della sua capacità di spiegare il fenomeno indagato e della relazione (sia in termini di “forza” che di tipologia) sussistente tra la variabile dipendente e le altre misure imputate nel modello.

Così come anticipato nei paragrafi precedenti, il seguente modello è volto, sulla base delle evidenze emerse dell'approfondimento delle ricerche in materia di *family business*, a rilevare come cambia la propensione delle aziende familiari ad effettuare operazioni di acquisizione (in termini sia di probabilità di realizzazione della strategia che di numero di operazioni effettuate) al variare del coinvolgimento (in termini di modalità e di grado di partecipazione) della famiglia alla vita d'impresa.

A seguire si presentano e comparano i risultati emersi dalle due analisi di regressione. Il modello logaritmico è riportato nella Tabella 6 mentre il modello poissoniano nella Tabella 7.

Propensione ad acquisire	Modello I		Modello II	
	Coef.	Dev. Std.	Coef.	Dev. Std.
Età aziendale	-.84**	.28	-.79**	0.30
Dimensione aziendale	.21	.15	.19	0.15
ROA	.01	.01	.011	0.12
PFN	7.47e-09	1.44e-07	1.49e-07	2.05e-07
Debt/Equity ratio	-.03	0.2	-.04	0.03
CEO Duality	.14	0.2	.12	0.22
Coinvolgimento Fam. CdA			-.66	0.63
Conc. Proprietà Familiare			-.79	0.75
Prima Generazione			.47	0.41
Leader Familiare			-.44**	0.19

*** p -value = 0.000 ; ** p -value < 0.05 ; * p -value < 0.1

Modello XTLOGIT – Modello I	
Conditional fixed-effects logistic regression	Number of obs = 2,718 Number of groups = 243 Obs per group: min = 2 avg = 11.3 max = 15
Log likelihood = -866.32673	LR chi2 (6) = 15.12 Prob > chi2 = 0.0193

Modello XTLOGIT – Modello II	
Iteration 0: log likelihood = -848.80071	
Iteration 1: log likelihood = -839.31849	
Iteration 2: log likelihood = -839.19887	
Iteration 3: log likelihood = -839.19886	
Conditional fixed-effects logistic regression	Number of obs = 2,718 Number of groups = 243 Obs per group: min = 2 avg = 11.2 max = 15
Log likelihood = -839.19886	LR chi2 (10) = 24,56 Prob > chi2 = 0.0062

Tabella 6: Output regressione logaritmica

La Tabella 6 illustra gli output dell'analisi regressione logaritmica riportando nella prima colonna i risultati ottenuti dall'interazione tra le variabili di controllo con la sola variabile dipendente *Propensione ad acquisire* e nella seconda gli output della regressione in caso di inserimento di tutte le variabili ovvero le variabili di controllo e le variabili indipendenti congiuntamente.

Analizzando i risultati della regressione logaritmica - in ottica comparativa - in caso di presenza delle sole variabili di controllo e di inserimento delle variabili indipendenti emerge un complessivo miglioramento della significatività modello sia in termini del valore dell'*LR chi²* (da 15,12 a 24,56) che della *Prob. > chi²* (da 0.0193 a 0.0062).

Come anticipato la prima colonna, evidenzia l'interazione tra le variabili di controllo e la misura *Propensione ad acquisire*. Le variabili di controllo si caratterizzano per la seguente modalità d'interazione rispetto alla propensione ad effettuare operazioni di acquisizioni. Guardando all'effetto delle variabili di controllo, l'età aziendale ha un impatto negativo sulla propensione ad acquisire (la relazione è statisticamente significativa coefficiente Beta pari a -0.84 ; p-value < 0.05)¹²¹.

Andando a considerare il modello completo, inclusivo delle variabili di controllo e di tutte le variabili indipendenti, si rileva come la configurazione della struttura di *Corporate Governance* e la struttura proprietaria incidano sulla Propensione ad acquisire.

L'analisi evidenzia che la relazione emersa tra la variabile dipendente *Propensione ad acquisire* e la variabile indipendente *Leader Familiare* è negativa statisticamente significativa (coefficiente Beta pari a -0.44)¹²².

Per quanto concerne il legame tra variabili di controllo e *Propensione ad acquisire*, l'inserimento delle variabili indipendenti nel modello di regressione logaritmico non ha determinato la variazione della "direzione" di queste misure e del grado di significatività delle relazioni.

¹²¹ Relativamente alle altre variabili di controllo, emerge che il rapporto di Debt/Equity ha un effetto negativo sulla propensione ad acquisire e che la redditività (misurata per mezzo del ROA), la dimensione aziendale (rilevata tramite il logaritmo dei ricavi delle vendite) e la Posizione Finanziaria Netta presentano coefficienti di segno positivo. Si evidenzia che tutte queste relazioni non statisticamente significativi. Anche la variabile di controllo CEO Duality è legata positivamente alla Propensione ad acquisire e in modo statisticamente significativo.

¹²² Così come ipotizzato, la partecipazione della famiglia al Consiglio di Amministrazione (beta uguale a -0.664), la Concentrazione della proprietà familiare (beta pari a -0.799) e la presenza di un Leader familiare (-0.436) hanno un effetto negativo sulla propensione verso la realizzazione di acquisizioni. Contrariamente a quanto previsto – sulla base delle precedenti ricerche – la regressione logaritmica ha evidenziato che l'interazione tra la probabilità che l'azienda effettui acquisizioni e la presenza della prima generazione (ovvero presenza del fondatore aziendale) risulta di tipo positivo (beta pari a 0.475). Altrimenti detto, la propensione dell'azienda familiare ad effettuare operazioni di acquisizione tende ad aumentare nei casi in cui il fondatore è direttamente coinvolto nella gestione o nella proprietà. Si sottolinea che solo la variabile indipendente Leader familiare è legata in modo statisticamente significativo alla Propensione ad acquisire.

Numero di acquisizioni	Modello I		Modello II	
	Coef.	Dev. Std.	Coef.	Dev. Std.
Età aziendale	-1.26***	0.21	-1.06***	0.23
Dimensione aziendale	.45***	0.11	.39**	0.12
ROA	-.01	0.01	.01	0.01
PFN	-2.57e-07*	1.43e-07	-1.82e-07	1.51e-07
Debt/Equity ratio	-.03	0.02	-.04	0.02
CEO Duality	.19	0.16	.08	0.17
Coinvolgimento Fam. CdA			-.76	0.52
Conc. Proprietà Familiare			-.94*	0.57
Prima Generazione			1.04	0.31
Leader Familiare			-.11**	0.14

*** p -value = 0.000 ; ** p -value < 0.05 ; * p -value < 0.1

Modello XTPOISSON – Modello I	
Conditional fixed-effects logistic regression	Number of obs = 2,723 Number of groups = 244 Obs per group: min = 2 avg = 11.3 max = 15
Log likelihood = -1148.6755	Wald chi2 (6) = 47,57 Prob > chi2 = 0.000

Modello XTLOGIT – Modello II	
Conditional fixed-effects logistic regression	Number of obs = 2,723 Number of groups = 244 Obs per group: min = 2 avg = 11.2 max = 15
Log likelihood = -1115.4473	Wald chi2 (10) = 56,50 Prob > chi2 = 0.000

Tabella 7: Output regressione poissoniana

La Tabella 7 illustra gli output dell'analisi regressione poissoniana riportando nella prima colonna i risultati emersi dall'interazione tra le variabili di controllo con la variabile dipendente *Numero di acquisizioni* e nella seconda colonna gli output della regressione poissoniana nel caso di inserimento di tutte le variabili (variabili di controllo congiuntamente alle variabili indipendenti).

Approfondendo i risultati della regressione poissoniana in ottica comparativa, in caso di presenza delle sole variabili di controllo e di inserimento delle variabili indipendenti, emerge un complessivo miglioramento

della significatività del modello in termini del valore del *Wald chi²* (da 47,57 a 56,50). Per quanto concerne la *Prob. > chi²* si evidenzia che questa risulta pari a zero in entrambi i modelli.

L'analisi della prima colonna, che mostra l'effetto delle sole variabili di controllo con il numero di operazioni di acquisizioni, evidenzia che l'età aziendale, la dimensione aziendale e la Posizione Finanziaria Netta sono legate in modo statisticamente significativo alla variabile dipendente *Numero di Acquisizioni*. L'analisi dei dati denota che l'Età aziendale e la Posizione Finanziaria Netta sono legate negativamente (coefficiente Beta *Età Aziendale* pari a -0.126 e il coefficiente Beta è uguale a -2.57e-07) mentre la *Dimensione Aziendale* è connessa positivamente (coefficiente Beta pari a 0.45)¹²³.

Il modello completo, costituito delle variabili di controllo unitamente a tutte le variabili indipendenti (colonna 2), evidenzia come la famiglia e la struttura di governo costituiscano fattori rilevanti al volume di operazioni effettuate dalle imprese familiari.

Il modello poissoniano conferma parte delle relazioni ipotizzate. I dati mostrano che la Concentrazione della proprietà familiare (beta pari a -0.945) e la presenza di un Leader familiare (-0.107) incidono negativamente sul numero di operazioni di crescita per via esterna. Tali indicatori sono, inoltre, connessi in modo statisticamente significativo al *Numero di acquisizioni*¹²⁴.

I risultati emersi dai modelli logaritmico e poissoniano presentati, evidenziano chiaramente come la configurazione della struttura di *Corporate Governance* e la struttura proprietaria abbiano un ruolo importante nel processo di definizione delle scelte strategiche in quanto incidono sia sulla predisposizione dell'azienda familiare ad effettuare operazioni di acquisizioni che sulla loro numerosità.

Così come ipotizzato, all'aumentare della partecipazione della famiglia proprietaria alla vita all'impresa, sia in qualità di soggetti proprietari che di consiglieri o leader aziendale, accresce l'attenzione verso il mantenimento e la tutela della situazione attuale e, conseguentemente, aumenta l'avversione al rischio. Tali risultati mostrano, quindi, che il coinvolgimento della famiglia incide negativamente sulla realizzazione di strategie di crescita per via esterna.

Il Consiglio d'Amministrazione, come ampiamente riconosciuto dalla letteratura, detiene un ruolo fondamentale nella pianificazione strategica aziendale poiché le sue decisioni sono strettamente connesse al grado di coinvolgimento dei membri della famiglia proprietaria (numero di consiglieri familiari). La Teoria dell'Agenzia, in particolare, ha evidenziato la tendenza da parte dei consiglieri esterni ad attuare strategie volte alla crescita per via esterna in quanto strumento che può generare importanti benefici oltre che ritorni personali favorevoli (Denis & all. 1997; Jensen & Meckling, 1976) incrementando la loro visibilità sul mercato del

¹²³ Le variabili redditività (ROA), e rapporto Debt/Equity ratio sono legate in modo negativo al numero di acquisizioni (la relazione non è statisticamente significativa) mentre l'indicatore CEO Duality, ha un effetto positivo sul numero di acquisizioni (tale elemento denota come la configurazione della CG e la distribuzione di potere rappresentino degli elementi impattanti sulle scelte strategiche). Tali relazioni non sono statisticamente significative.

¹²⁴ Le altre variabili indipendenti presentano relazioni non statisticamente significative rispetto all'indicatore Numero di Acquisizioni. In particolare, la Partecipazione della famiglia proprietaria al CdA è legata positivamente, così come da attese, alla variabile dipendente mentre l'indicatore della presenza della prima generazione (ovvero presenza del fondatore aziendale) impatta positivamente sul numero di operazioni di acquisizioni (beta pari a 1.04).

lavoro. Secondo la letteratura, la presenza di consiglieri familiari favorisce l'allineamento tra membri interni ed esterni alla famiglia in quanto all'aumentare della presenza di consiglieri familiari accresce, anche, il livello di controllo, di monitoraggio cosicché i costi e i problemi di agenzia si contraggono: in tale situazione infatti i manager esterni percepiscono una maggiore valutazione diretta del loro operato in quanto si trovano in una situazione di interazione continua e diretta con i membri della famiglia proprietaria. L'evidenza empirica ha, quindi, sottolineato che sebbene i consiglieri esterni siano tendenzialmente incentivati ad attuare operazioni di crescita per via esterna ai fini di massimizzare i loro benefici personali, la propensione verso la crescita per vie esterne si contrae nel momento in cui “*gli esterni*” percepiscono il controllo e il monitoraggio effettuato dai consiglieri familiari.

Inoltre, come ampiamente affermato dalla letteratura, la famiglia proprietaria, sulla base del suo rilevante interesse verso l'impresa è, generalmente, coinvolta in modo diretto e significativo alla proprietà aziendale. Il riconoscimento da parte della famiglia dell'azienda come parte integrante della sua ricchezza e del suo patrimonio personale ed emotivo, la porta ad operare ai fini di disincentivare l'implementazione di azioni che potrebbero ledere la loro proprietà e/o la stabilità aziendale. Un elevato controllo familiare dovrebbe, quindi, determinare una limitazione delle scelte di crescita per via esterna in quanto strumento che potrebbe causare l'effettiva contrazione del grado di controllo della famiglia proprietaria (Gomez-Mejia & Mackri, 2008). Questa relazione sottolinea l'esistenza, all'interno del campione, di un legame inverso, così come ipotizzato ed evidenziato dalla letteratura, tra il grado di partecipazione della famiglia al capitale d'impresa e la propensione ad effettuare acquisizioni (numero di acquisizioni effettuate dall'azienda).

Come evidenziato da numerosi studi, il leader aziendale detiene un ruolo cruciale nel processo di definizione dell'indirizzo strategico. Miller (2013) e Minichilli et al. (2010) hanno sottolineato che qualora il leader aziendale sia familiare questo tenderà ad operare secondo una prospettiva di lungo termine e, conseguentemente, disincentiverà l'implementazione di azioni strategiche che potrebbero ledere la sopravvivenza e la continuità aziendale, così come la strategia di acquisizione.

Interessante e inatteso è invece il risultato emerso circa l'effetto della partecipazione del fondatore alla vita d'impresa. Tale variabile influenza infatti positivamente sia la propensione ad acquisire sia il numero di acquisizioni. Tale risultato emerso è contrario rispetto a quanto suggerito nella letteratura e quindi all'aspettativa che il fondatore tenda, in primis, ad operare secondo una prospettiva di lungo termine disincentivando l'implementazione di azioni strategiche, come le acquisizioni, che potrebbero ledere la sopravvivenza e la continuità aziendale.

Sebbene l'acquisizione sia identificata come una strategia rischiosa che potrebbe minare la prospettiva operativa di lungo termine, elemento caro ai membri della famiglia proprietaria (Miller, 2013; Minichilli et al., 2010¹²⁵), tale relazione inaspettata potrebbe trovare giustificazione nel fatto che il fondatore, essendo il soggetto che detiene un ruolo cruciale nel processo di definizione dell'indirizzo strategico, costituisce il titolare di una visione più chiara del c.d. *blueprint* e della situazione aziendale. In particolare, il fondatore in virtù della

¹²⁵ Tali studi affermano che in presenza di fondatore aziendale e di leader familiare la propensione verso l'attuazione di strategie di crescita per via esterna decresce.

sua posizione presenta una maggiore consapevolezza della situazione aziendale dal punto di vista economico e del posizionamento aziendale nel mercato, fattori che lo potrebbero portare a provare una tensione maggiore sia verso gli obiettivi di crescita sia in termini di quota di mercato che di accesso a nuovi mercati geografici e settori.

4. CONCLUSIONI

La ricerca, approfondendo il legame tra struttura proprietaria e di governo con la propensione delle aziende familiari ad acquisire, contribuisce agli studi di *family business* indagando tale fenomeno all'interno delle aziende familiari italiane che hanno realizzato almeno una operazione di acquisizione tra il 2000 e il 2014.

Lo studio ha confermato, come da attese, che la famiglia definisce in modo significativo l'orientamento strategico aziendale in quanto maggiore è il suo coinvolgimento, superiore risulta la sua capacità di limitare i costi d'agenzia e, quindi, i comportamenti opportunistici implementati dai manager esterni.

L'analisi econometrica svolta per mezzo della regressione logaritmica (imputando come variabile dipendente la *Propensione ad acquisire*) e della regressione poissoniana (sviluppata usando come variabile dipendente il *Numero di acquisizioni*) ha mostrato come la partecipazione della famiglia proprietaria alla vita all'impresa, sia in qualità di soggetti proprietari che di consiglieri, e la presenza di un leader familiare costituiscono due elementi che accrescono l'attenzione verso il mantenimento e la tutela della situazione attuale aumentando, conseguentemente, l'avversione al rischio e alle acquisizioni. La ricerca ha portato all'attenzione un ulteriore ed inatteso dato in quanto ha evidenziato che in presenza della prima generazione (diretto coinvolgimento del fondatore nella vita d'impresa) accresce la propensione all'implementazione di una strategia di crescita per vie esterne.

Il lavoro presenta alcuni limiti. I principali sono direttamente riconducibili alle scelte metodologiche relative alla modalità di selezione/identificazione dei dati e di scelta del contesto di riferimento. In particolare, la prima limitazione è rappresentata dalla decisione di analizzare le sole acquisizioni effettivamente concluse; tale scelta porta, infatti, ad escludere sia le operazioni iniziate nell'arco temporale analizzato (concluse dopo il 2014) che quelle programmate per il futuro. Ulteriore punto di debolezza è rappresentato dalla selezione e dalla raccolta delle sole operazioni di acquisizioni di controllo (operazioni con cui l'*acquirer* ha acquisito almeno il 50% del capitale della *target*) che ha determinato una conseguente esclusione dei casi in cui l'azienda ha intrapreso un processo di crescita graduale.

Si potrebbe, inoltre, identificare come ulteriore limitazione della ricerca di tipo metodologico l'orizzonte temporale studiato (2000-2014) che include anche il periodo di crisi economico – finanziaria, delineatosi a partire dal 2008, che ha avuto importanti impatti sull'economia globale sino al 2012. Si riconosce tale elemento come possibile vincolo poichè le aziende studiate hanno risentito della sfavorevole congiuntura economica subendo una contrazione delle risorse finanziarie che, a sua volta, ha impattato – almeno in parte – sulle loro scelte e sulla loro pianificazione strategica. Questa dinamica è rilevabile nel campione:

l'approfondimento delle frequenze delle acquisizioni, lungo il trend temporale 2000-2014, ha evidenziato un calo del numero di operazioni di crescita per via esterna, soprattutto, tra il 2008 e il 2011. Tale congiuntura determina lo sviluppo dell'analisi su di un lasso temporale caratterizzato da fattori endogeni rilevanti con un diretto impatto sulle scelte aziendali.

Inoltre, per quanto concerne i futuri sviluppi sarebbe interessante analizzare la strategia di acquisizione non solo in ottica comparativa pre e post crisi, ma anche identificando la tempistica di concretizzazione della strategia. Sarebbe quindi interessante, rilevando il momento dell'annuncio e quello dell'esecuzione dell'operazione, comprendere come la famiglia – e il suo coinvolgimento – incida sulla tempistica di realizzazione e della conclusione dell'operazione.

Lo studio, sebbene contemperato all'interno della prospettiva teorica anche l'approccio della SEW non ne monitora i suoi diretti effetti ed impatti dal punto di vista empirico. Sulla base di tale consapevolezza e dell'interesse ad approfondire queste dinamiche e variabili, risulta interessante – in una prospettiva futura – provvedere ad effettuare un'analisi e una valutazione degli effetti della SEW nel periodo pre e post crisi, per mezzo dello sviluppo di un'analisi di moderazione, in modo da poterne cogliere le differenze nei due archi periodali indicati.

BIBLOGRAFIA

- Amore M.D., Garofalo O., Minichilli A. (2014). Gender interactions within the family firm. *Management Science*, 60 (5) 1083–1097.
- Anderson R.C., Mansi S.A., Reeb D. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68 (2) 263-285.
- Anderson R.C., Reeb D.M. (2003). Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage. *Journal of Law and Economics*, 46 (2) 653-684.
- Ang J. S., Cole R., Lin J. W. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Finance*, 55 (1) 81-106.
- Andres C. (2008). Large shareholders and firm performance - An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance* 14 (4) 431-445.
- Astrachan J. H., Shanker M. C. (2003). Family Businesses' Contribution to the U.S. Economy: A Closer Look. *Family Business Review*, 16 (3) 211-219.
- Bebchuk Lucian A., Alma C. (2005). The costs of entrenched boards. *Journal of Financial Economics*, 78 (2) 783-827
- Bennedsen M., Wolfenzon D. (2000). The balance of power in closely held corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, 113-139
- Berrone P., Cristina Cruz C., Gomez-Mejia L. R. (2012). Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research. *Family Business Review*, 25 (3) 258–279.
- Berrone P., Cruz C., Gomez-Mejia L. R., Larraza-Kintana M. (2010). Socioemotional Wealth and Corporate Responses to Institutional Pressures: Do Family-Controlled Firms Pollute Less?. *Administrative Science Quarterly*, 55 (1) 82-113.
- Boeker W. J., Karichali R. (2002). Entrepreneurial transitions: Factors influencing founder departure. *Academy of Management Journal*, 45 (2) 818-825.
- Carline N.F., Linn S.C., Yadav P.K. (2009). Operating performance changes associated with corporate mergers and the role of corporate governance. *Journal of Banking and Finance*, 33(10) 1829-1841.
- Cartwright S., Schoenberg R. (2006). Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal of Management*, 17 (S1).
- Chrisman J. J., Patel P. C., (2012). Variations in R&D investments of family and nonfamily firms: Behavioral agency and myopic loss aversion perspectives. *Academy of Management Journal*, 55 (4) 976-997.
- Chrisman J. J., Chua J. H., Kellermanns F. (2009). Priorities, Resource Stocks, and Performance in Family and Nonfamily Firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33 (3) 739-760.
- Chrisman J. J., Chua, J. H., Pearson A. W., Barnett, T. (2012). Family involvement, family influence, and family-centered non-economic goals in small firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36 (2) 267-293.
- Claessens S., Djankov S., Lang L.H.P. (2000). Separation of ownership from control of East Asian firms. *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Cronqvist H., Nilsson, M. (2003). Agency costs of controlling minority shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 695-719.
- Corbetta G. (2005). *Capaci di crescere: l'impresa italiana e la sfida per la dimensione*. 1° Edizione, Milano, Egea.
- Corbetta G. (2010). *Aziende familiari: Strategie per il lungo periodo*. 1° Edizione, Milano, Egea.
- Cruz C., Gomez-Mejia, L. R., Becerra, M. (2010). Perceptions of benevolence and the design of agency contracts: CEO-TMT relationships in family firms. *Academy of Management Journal*, 53, 69-89.

- Dalocchio M., Tamarowski C. (2005). *Corporate Governance e valore. L'esempio di Telecom Italia*. Milano, Egea.
- Demsetz H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *Journal of Law and Economics*, 26(2) 375-90.
- Denis D., Sarin, A.(1997). Agency problems, equity ownership and corporate diversification. *Journal of Finance*, 52, 135-160.
- Fama E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88 (2) 288-307.
- Fama E.F., Jensen, M.C. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law & Economics*, 26, 327-350.
- Friedland R, Palmer D., Stenbeck M. (1990). The geography of corporate production: Urban, industrial, and organizational systems. *Sociological Forum*, 5 (3) 335-359.
- Gomez-Mejia L.R., Cruz C., Berrone P., De Castro, J. (2011). The bind that ties, Socioemotional wealth preservation in family firms, *The Academy of Management Annals*, 5 (1) 653-707.
- Gomez-Mejia L.R., Makri M., Kintana M.L. (2010). Diversification Decisions in Family-Controlled Firms. *Journal of Management Studies*, 47 (2) 232-252.
- Gomez-Mejia L.R., Patel P., Zellweger T.M. (2015). In the horns of the dilemma: socioemotional wealth, nancial wealth, and acquisitions in family rms. *Journal of Management*
- Gomez-Mejia, L.R., Takács H. K., Nuñez-Nickel, M., Jacobson, K.J.L., Moyano-Fuentes J. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. *Administrative Science Quarterly*, 52: 106-137
- Friedland R, Palmer D., Stenbeck M. (1990). The geography of corporate production: Urban, industrial, and organizational systems. *Sociological Forum*, 5 (3) 335-359.
- Gedajlovic E., Carney M. (2010). Markets, hierarchies, and families: Toward a transaction cost theory of the family rm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(6) 1145-1171.
- Ghosh A.A., Moon D., Tandon K. (2007). CEO Ownership and Discretionary Investments. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34 (5-6) 819-839.
- Habbershon T. G., Williams M. L. (1999). A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms; *Family Business Review*, 12(1) 1-25.
- Hall A., Nordqvist M. (2008). Professional Management in Family Businesses: Toward an Extended Understanding. *Family Business Review*, 21 (1) 51-69.
- Hitt M. A., Ireland R. D., Camp S. M., Donald L., Sexton D. L. (2001). Strategic entrepreneurship: entrepreneurial strategies for wealth creation, *Strategic Management Journal*, 22 (6-7) 479-491.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976). *Journal of Financial Economics*, 3 (4) 305-360.
- Kets de Vries M. F. R. (1993). *Leaders, Fools, and Impostors*. Jossey-Bass, San Francisco.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (1999). Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, 54 (2) 471-517.
- Lin C., Ma, Y., Malatesta P., Xuan, Y. (2012). Corporate ownership structure and bank loan syndicate structure. *Journal of Financial Economics*, 104, 1-22.
- Lins K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 159-183.
- Martin G. P., Gomez-Mejia L. R., Wiseman R. M., (2013). Executive stock options as mixed gambles: Revisiting the behavioral agency model. *Academy of Management Journal*, 56 (2) 451-472.
- Miller D., Le Bretton-Miller I. (2005). Lessons from family firms about managing for the long run. *Leader to Leader*, 2006 (39) 13-17.

- Miller D., Le Bretton-Miller I. (2006). Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship, and Capabilities. *Family Business Review*, 19 (1) 73-87.
- Miller D., Minichilli A., Corbetta G. (2013). Is Family Leadership Always Beneficial?. *Strategic Management Journal*, 34, 553-571.
- Miller D., Le Breton-Miller I., Lester R.H. (2010). Family Ownership and Acquisition Behavior in Publicly-Traded Companies. *Strategic Management Journal*, 31, 201-22.
- Miller D., Le Breton-Miller, I., Scholnick, B. (2008). Stewardship vs. Stagnation: An Empirical Comparison of Small Family and Non-Family Businesses, *Journal of Management Studies* 45(1) 50-78.
- Miller D.L., Rexstad E.A., Burt M.L., Bravington M.V., Hedley S.L. (2013). Density surface modelling of distance sampling data.
- Minichilli A., Brogi M., Calabrò A. (2015). Weathering the Storm: Family Ownership, Governance, and Performance Through the Financial and Economic Crisis; *Corporate Governance. An International Review*, 24 (6) 552-568.
- Minichilli A., Corbetta G., MacMillan I. (2010). Top Management Teams in family controlled companies: 'Familianness', 'faultlines' and the impact on financial performance. *Journal of Management Studies*, 47 (2) 205-222.
- Morck R., Yeung B. (2003). Agency Problems in Large Family Business Groups. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27 (4) 367-382.
- Patel P. C., Chrisman J. J. (2014). Risk abatement as a strategy for R&D investments in family firms. *Strategic Management Journal*, 35 (4) 617-627.
- Penrose ET. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford University Press, New York.
- Schulze W.S., Lubatkin M.H., Dino R.N., Buchholtz A.K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization science* 12 (2) 99-116.
- Schulze W.S., Lubatkin M.H., Dino R.N. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18 (4) 473-490.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3) 461-488.
- Simon D., M. Hitt (2003). Managing resources: linking unique resources, management, and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship, Theory and Practice*, 27, 339-351.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 3-27.
- Tan J. J., Litsschert R. J. (1994), Environment-strategy relationship and its performance implications: An empirical study of the Chinese electronics industry. *Strategic Management Journal*, 15 (1) 1-20.
- Thomsen S., Pedersen T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest european companies. *Strategic Management Journal*, 21 (6) 689-705.
- Venkatraman N., Prescott J. E. (1990), Environment-strategy coalignment: An empirical test of its performance implications. *Strategic Management Journal*, 11 (1) 1-23.
- Vilaseca A., (2002). The Shareholder Role in the Family Business: Conflict of Interests and Objectives Between Nonemployed Shareholders and Top Management Team. *Family Business Review*, 15 (4) 299-320.
- Villalonga B., Amit R.H. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of Financial Economics*, 80 (2) 385-417.
- Zellweger, T.M. and Astrachan, J.H. (2008). On the emotional value of owning a firm. *Family Business Review*, 21(4) 347-63.
- Zellweger T., Kellermanns F.W., Chrisman J.J., Chua J. (2012). Family control and family firm valuation by family CEOs: The importance of intentions for transgenerational control. *Organization Science*, 23, 851-868.

- Walters B., Kroll M., Wright P. (2010). The impact of TMT board member control and environment on post-IPO performance. *Academy of Management Journal*, 53, 572-595.
- Wan W. P., Yiu, D. W. (2009). From crisis to opportunity: environmental jolt, corporate acquisitions, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 30, 791-801.
- Wang, L. and Zajac, E. (2007). Alliance or acquisition? A dyadic perspective on interfirm resource combinations. *Strategic Management Journal*, 28 (13) 1291-1317.
- Wiseman R. M., Gomez-Mejia L. R. (1998). A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking. *The Academy of Management Review*, 23 (1) 133-153.

CONCLUSIONI

Gli studi e le analisi svolte hanno permesso di delineare un quadro delle imprese italiane nel periodo 2000 – 2014 relativamente alle scelte di acquisizione.

Sulla base degli obiettivi della ricerca, a loro volta strutturati e scomposti all'interno dei tre *paper*, è stato possibile esaminare differenze e similitudini tra i comportamenti delle imprese familiari rispetto a quelle non familiari, indagando come i fattori endogeni e le caratteristiche dell'azienda acquirente impattino sulle scelte strategiche e sui risultati economici dell'operazione di crescita per via esterna.

Ripercorrendo i tre lavori si riportano, a seguire, le loro principali evidenze e risultati emersi.

Il primo *paper*, finalizzato a delineare un'overview generale delle scelte di acquisizione delle imprese familiari e non familiari tra il 2000 e il 2014, mostra come le scelte strategiche delle imprese familiari e non familiari abbiano subito delle variazioni in relazione alla crisi economico finanziaria. In particolare, tra le principali evidenze emerse da questa analisi, si rileva come le aziende familiari, in condizioni di crisi favoriscono la realizzazione di acquisizioni per la diversificazione in quanto costituiscono un mezzo che permette sia la contrazione del rischio di mercato sia lo sviluppo di strutture aziendali piramidali, atte ad accrescere il coinvolgimento dei membri della famiglia attraverso l'attribuzione di ruoli e posizioni specifiche tali da limitare/contrarre la possibilità che sorgano conflitti interpersonali / inter - familiari di potere.

Se da una parte le aziende familiari, in condizioni di esternalità negative, tendono ad aumentare il grado di partecipazione della famiglia all'impresa, dall'altra si dotano di strutture di *Corporate Governane* (anche miste) capaci ed adeguate ad implementare la strategia di crescita perseguita.

Lo studio ha mostrato che le aziende familiari, nonostante abbiano realizzato un numero complessivo di operazioni superiore rispetto a quelle non familiari, si caratterizzano per una propensione inferiore ad acquisire e presentano una superiore predisposizione sia nei confronti delle acquisizioni per la diversificazione che di quelle internazionali rispetto alle aziende non familiari.

Lo studio, evidenziando l'impatto della crisi sulle scelte strategiche, sia in termini di numerosità che di tipologia, ha sottolineato come le aziende familiari, nonostante la loro minore propensione verso la crescita per via esterna tramite acquisizioni, abbiano ridotto, contestualmente alla crisi finanziaria, in modo meno rilevante rispetto che alle non familiari, la loro propensione ad acquisire. Tale dato figura esplicativo di come le operazioni di acquisizione siano effettivamente riconosciute dalle imprese familiari come un importante mezzo di crescita e/o sopravvivenza. Si rileva, inoltre, che le familiari, a differenza delle non familiari, hanno variato - contestualmente alla crisi - le loro scelte acquisitive soprattutto dal punto di vista della tipologia operativa della *target* dal momento che hanno accresciuto la loro inclinazione verso *target* attive in settori diversificati (circa +10%) a discapito di quelle impegnate nello stesso settore. Le familiari hanno, quindi, mantenuto la loro predilezione verso le *target* domestiche anche dopo il 2008. Tali dati evidenziano come queste aziende riconoscano il rischio e l'incertezza imputabile alle differenze culturali tra paesi ed aziende, portandole a concentrarsi maggiormente sulla diversificazione del rischio di portafoglio piuttosto che su quello

di mercato. I suddetti elementi avvalorano l'identificazione delle acquisizioni come strumento di crescita/sopravvivenza e di possibile risposta alla crisi.

La ricerca ha, quindi, confermato quanto evidenziato dai lavori di Gomez-Mejia et al. (2015)¹²⁶ e Minichilli et al. (2015)¹²⁷ che riconoscono come la percezione di una situazione di urgenza determini una variazione delle priorità della famiglia portando considerazioni circa le necessità economico finanziarie e di sopravvivenza a prevalere sugli obiettivi di tutela della SEW.

Il secondo lavoro, analizzando le differenze tra il paese dell'acquirente e dell'acquisita, congiuntamente alla tipologia dell'operazione e alle performance post acquisizione ha mostrato in quali casi la strategia di crescita per via esterna abbia determinato un aumento del valore per l'*acquiror*.

In particolare, la ricerca, che ha evidenziato come la maggioranza delle acquisite sia localizzata in un paese con PIL a Parità del Potere d'Acquisto (PPA) superiore all'Italia (circa 70%), ha fatto emergere che qualora la distanza culturale tra acquirente ed acquisita risulti elevata, aumenta la probabilità che l'acquisizione sottenda l'obiettivo della diversificazione produttiva.

Per quanto concerne il legame tra redditività dell'acquisizione e business operativo della *target*, si nota che le acquirenti hanno subito una contrazione del ROA medio soprattutto in presenza di acquisizioni per la diversificazione e per il rafforzamento del core business.

L'analisi ha così rilevato che le aziende familiari *acquiror* figurano più performanti al crescere della distanza geografica con la *target* (attuando la distinzione tra acquisizioni europee ed extra europea è emersa una maggiore capacità delle aziende familiari di gestire le acquisizioni oltre i confini europei) e che appaiono più efficaci nella gestione delle acquisizioni qualora il livello di distanza culturale sia o molto basso o molto elevato. Le aziende italiane sembrano, quindi, più capaci nella gestione delle acquisizioni per la diversificazione in quanto queste operazioni, pur rappresentando le meno redditizie in valore assoluto, sono quelle che si caratterizzano per un gap di ROA inferiore, mentre le operazioni per la crescita nel *core business* sono quelle che hanno portato ad un calo maggiore della redditività.

Per quanto concerne le aziende familiari si è potuto, inoltre, comprendere che qualora queste aziende siano gestite da un management esterno risultano più performanti in quanto la partecipazione di consiglieri non familiari favorisce una migliore oggettività valutativa e strategica e permette di apportare le competenze specialistiche di cui in membri della famiglia proprietaria non sono sempre titolari.

Il lavoro contribuisce agli studi di *family business* poiché esamina un legame poco approfondito verificando, per la prima volta, se le aziende familiari italiane sono più abili nella gestione delle operazioni di acquisizione rispetto alle imprese non familiari.

Il terzo studio si propone di approfondire l'influenza esercitata dalla struttura proprietaria e di governo sulla propensione delle aziende familiari ad acquisire, misurata sia in termini di probabilità di realizzazione dell'operazione di acquisizioni che di numero di operazione di crescita per via esterna effettuate. Il paper,

¹²⁶ Gomez-Mejia L.R., Patel P., Zellweger T.M. (2015). In the horns of the dilemma: socioemotional wealth, Financial wealth, and acquisitions in family firms. *Journal of Management*.

¹²⁷ Minichilli A., Brogi M., Calabrò A. (2015). Weathering the Storm: Family Ownership, Governance, and Performance Through the Financial and Economic Crisis; *Corporate Governance. An International Review*, 24 (6) 552–568.

indagando le aziende familiari italiane che hanno realizzato almeno una operazione di acquisizione tra il 2000 e il 2014, contribuisce agli studi di *family business* rilevando come la famiglia definisce l'orientamento strategico aziendale, limita i costi d'agenzia e disincentiva i comportamenti opportunistici implementati dai manager esterni. L'analisi ha evidenziato che la partecipazione della famiglia proprietaria alla vita all'impresa, in qualità di soggetti proprietari, di consiglieri e di leader, accresce l'attenzione verso il mantenimento e la tutela della situazione attuale aumentando, conseguentemente, l'avversione al rischio e alle acquisizioni. Si sottolinea che la ricerca, contrariamente a quanto emerso dagli studi precedenti, mostra che la presenza del fondatore dell'azienda alla vita familiare rappresenta un elemento che incentiva l'attuazione di strategie di crescita per via esterna. Il risultato inaspettato potrebbe essere determinato dal fatto che il fondatore familiare, in virtù della sua posizione di "capostipite", sia dotato di una visione più completa e lungimirante dell'azienda oltre che di una superiore conoscenza e consapevolezza del contesto/mercato di riferimento e che sia dunque potenzialmente in grado di realizzare un maggiore contemperamento degli obiettivi economico-finanziari.

I lavori si caratterizzano per alcuni limiti comuni. Suddette limitazioni appaiono direttamente riconducibili sia alle scelte metodologiche e di selezione del campione che a quelle connesse all'identificazione del contesto di riferimento. Nello specifico il primo limite è legato alla scelta di selezionare le sole acquisizioni effettivamente concluse. Suddetto aspetto, che determina l'esclusione dal monitoraggio delle operazioni iniziate tra il 2000 e il 2014, ma conclusesi dopo il 2014, porta all'eliminazione sia delle operazioni programmate per il futuro che dei c.d. "rumor". Ulteriore limite dello studio è rappresentato dalla decisione di collezionare i dati relativi alle sole acquisizioni di controllo, ovvero alle operazioni dove l'*acquiror* ha acquistato almeno il 50% della *target*. Se da una parte tale scelta operativa risulta efficace poiché permette di monitorare le sole operazioni che hanno effettivamente portato alla crescita aziendale del *dealer*, dall'altra determina la perdita dei dati relativi alle acquisizioni avvenute in modo progressivo. In merito a tale limitazione si evidenzia che condizioni di crisi sarebbero potute essere numerose quelle operazioni di acquisizione che, in un primo momento hanno avuto ad oggetto quote minoritarie del capitale, ma caratterizzate dall'obiettivo di delineare la base per un processo di successiva scalata e di crescita proprietaria.

Inoltre, relativamente al secondo studio si evidenzia che questo soffre di un ulteriore limite rappresentato dalla scelta metodologica di utilizzare quale misura della redditività il ROA medio triennale pre e post acquisizione. Nonostante tale decisione permetta di valutare ed analizzare una misura di redditività maggiormente precisa e solida ha determinato una contrazione delle informazioni oggetto di studio poiché ha portato all'esclusione dei dati relativi alle operazioni che si sono delineate tra il 2000 e il 2002 e a quelle sviluppatesi tra 2012 e 2014.