



Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Management delle Imprese Internazionali

Gli effetti delle acquisizioni internazionali sul brand equity aziendale:
un'indagine empirica

Prof. Riccardo Resciniti
Relatore

Prof. Roberto Dandi
Correlatore

Roberta Napoletano
Matricola 696121
Candidata

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

Alla mia famiglia, perché nessuno può farcela da solo.

Ai cambiamenti.

Gli effetti delle acquisizioni internazionali sul brand equity aziendale: un'indagine empirica

	Pag.
Introduzione	5
1. Le acquisizioni internazionali	7
1.1 Il fenomeno delle acquisizioni come strategia di crescita	7
1.2 Il ruolo geografico nelle acquisizioni estere: le <i>cross-border</i> M&A	11
1.3 Le criticità della decisione di acquisto	14
1.4 I trend storici mondiali: le grandi ondate e le attuali tendenze	18
2. Il fenomeno delle acquisizioni in Italia	26
2.1 I trend storici	26
2.2 I players italiani e le relative strategie sul piano internazionale	30
2.3 Le acquisizioni dall'estero tra crescita e declino industriale	37
3. Il brand equity aziendale	44
3.1 Il brand equity aziendale: assets e possibili evoluzioni in un'operazione <i>cross-border</i>	44
3.2 Gli effetti delle acquisizioni internazionali: la prospettiva del consumatore	48
3.3 Le implicazioni manageriali	54
4. L'analisi empirica	58
4.1 Le variabili: distanza psichica, country image e brand reputation	58
4.2 La metodologia	64
4.3 I risultati	66
Conclusioni	69
Bibliografia e sitografia	71

Introduzione

La Perla è uno storico marchio di lusso, fondato a Bologna nel 1954 e divenuto simbolo del made in Italy nel mondo. Fin dalla sua costituzione, esso è divenuto celebre grazie alla produzione di luxury lingerie.

L'azienda, malgrado l'alta reputazione aziendale già consolidatasi, ha conosciuto una flessione quasi perenne delle performance economiche fin dalla cessione di proprietà, avvenuta attraverso acquisizione estera nel 2008.

Infatti, La Perla, pur mantenendo un forte *heritage* italiano, è rientrata a far parte di quella grande compagine di imprese made in Italy acquisite da investitori esteri. Negli anni i passaggi di proprietà sono stati molteplici: dall'originaria famiglia Masotti (fondatrice del brand) a JH Partners, un fondo di private equity di San Francisco, per poi ritornare in Italia nel 2013, acquisita dall'imprenditore Silvio Scaglia a seguito di vendita all'incanto, stabilita e gestita dal tribunale fallimentare di Bologna.

Dal 2018, il brand è detenuto da una società olandese, Sapinda Holding bv, di proprietà di Lars Windhorst. Durante l'ultimo decennio e ancora oggi, La Perla non è stata in grado di invertire il proprio senso di marcia e a raggiungere le performance positive sperate. Come riportato dal Financial Times, la società accumula, infatti, perdite per oltre 80 milioni di euro ogni anno, in quanto non è più in grado di raggiungere il *breakeven point* aziendale e garantire in tal modo una marginalità positiva.

La flessione dei risultati operativi aziendali sono stati la conseguenza di molteplici fattori, tra i quali è agevole identificare lo spaesamento e l'incertezza che l'acquisizione ha generato nel mercato.

L'instabilità del brand ha, difatti, gravato sul mercato, traducendosi in una minore richiesta da parte del consumatore del prodotto offerto. Il calo delle vendite, infatti, è indice della perdita di fiducia dei consumatori nei riguardi di una proprietà lontana dal *business* originale ed evidentemente non abile a garantire la qualità e l'immagine del brand nella fase di post-acquisizione.

L'obiettivo del presente elaborato, però, non è quello di esaminare quali siano i particolari fattori che hanno inciso sui risultati operativi di La Perla poiché essa è solo una delle numerose aziende le cui performance economiche sono peggiorate a seguito di un'operazione di M&A.

Il principale intento è, bensì, esaminare ed esplorare i possibili effetti di tali operazioni attraverso la prospettiva del consumatore, dimostrando che anche il mercato esercita un peso fondamentale sulle operazioni di acquisto, con conseguenti effetti sul successo o fallimento, malgrado la forte reputazione del *brand*.

La rilevanza di tale ricerca può essere esplicitata riconoscendo che la letteratura in ambito M&A, seppur particolarmente copiosa, ha per molto tempo posto l'attenzione su caratteri tipicamente interni all'impresa, caratteri endogeni, al fine di analizzare un fenomeno la cui diffusione è divenuta sempre più capillare. Ciò

che non è stato adeguatamente considerato sono gli effetti che tali operazioni possono esercitare sui consumatori, quale componente fondamentale di un'equazione in grado di garantire il successo dell'investimento, effettuato da parte dell'azienda acquirente. Le ricerche condotte appaiono, quindi, necessarie per fornire spiegazioni esaustive sui potenziali risultati delle operazioni di M&A, nonché per avanzare suggerimenti utili al *management* aziendale circa la consapevolezza dei diversi fattori che possono determinare il successo o meno dell'operazione.

Attraverso un'analisi introduttiva ed esplorativa del fenomeno, sia a livello internazionale che nazionale, saranno esaminate le diverse tipologie di acquisizione e fusione, nonché i propositi e gli obiettivi che si intendono perseguire attraverso le medesime operazioni.

Focus dell'elaborato sarà l'analisi degli effetti delle acquisizioni internazionali sul *brand equity* aziendale attraverso lo studio di molteplici variabili legate al *brand* e al Paese di origine dell'azienda acquirente.

In particolare, attraverso un'analisi empirica, si analizzerà il legame che sussiste tra la *corporate reputation* aziendale e la distanza psichica percepita dal consumatore nei confronti dell'impresa estera, che potenzialmente potrebbe essere riconosciuta come estranea.

Lo studio mira alla comprensione delle variabili che possono determinare un atteggiamento di scarso gradimento del consumatore, che impatta negativamente sull'operazione di M&A andando a influire sulle intenzioni di acquisto e riacquisto nonché sull'immagine e reputazione aziendale.

Lo spunto da cui tale elaborato ha preso vita è stato, difatti, quello di comprendere l'impatto delle M&A sul territorio locale e sui consumatori.

Cap 1. Le acquisizioni internazionali

1.1 Il fenomeno delle acquisizioni come strategia di crescita

Con il termine “*acquisizione aziendale*” si intende una classe eterogenea di operazioni, volte alla crescita esterna dell’azienda. Si intende, quindi, ogni operazione finalizzata all’acquisto di quote azionarie o di attività di altre organizzazioni su cui l’impresa acquirente eserciterà il controllo¹.

Nei paesi anglosassoni tali operazioni, congiuntamente alle fusioni aziendali, convogliano nell’acronimo M&A, *merger and acquisition*, senza alcuna sostanziale differenza. Al contrario, nel contesto italiano, le operazioni di acquisizione e quelle di fusione sono riconosciute come distinte, e a volte conseguenti l’una all’altra, a seguito di implicazioni giuridiche differenti e specifici assetti societari delle imprese coinvolte in tali processi².

A prescindere da tale e necessaria chiarezza sulla terminologia che viene adottata in base agli ambiti di riferimento, tali operazioni vengono comunemente trattate come M&A.

Il fenomeno acquisitivo rappresenta la soluzione utilizzata sempre più frequentemente dalle aziende per perseguire obiettivi e piani di sviluppo. Difatti, le operazioni di acquisizione e fusione risultano essere una scelta ottimale, soprattutto allorché il fattore tempo diventi cruciale o quando l’operazione riguardi settori già maturi³. Come accennato, esse sono frutto di decisioni strategiche orientate alla crescita aziendale, la quale si sostanzia in un fattore fisiologico per ciascuna organizzazione, che caratterizza la loro essenza e presenza sul mercato.

Gli obiettivi di sviluppo sono perseguiti con costanza e determinazione lungo tutto il ciclo di vita, determinando un orientamento naturale all’espansione⁴, il cui obiettivo è certamente l’accrescimento del valore aziendale.

Secondo una ricerca effettuata dalla società di consulenza “KPMG” e in collaborazione con l’Università commerciale “Luigi Bocconi”, le imprese che ricorrono a operazioni di M&A risultano essere più efficaci in termini di utili e crescita dei ricavi rispetto ad altre realtà imprenditoriali che non fanno uso di tale leva nonostante le elevate potenzialità. La ricerca pone in evidenza che, se tali operazioni vengono effettuate in modo continuativo durante la vita dell’impresa, possono essere utilizzate come “acceleratori del percorso di crescita” (KPMG Academy).

¹ Napolitano M.R., *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, FrancoAngeli, Milano (2003);

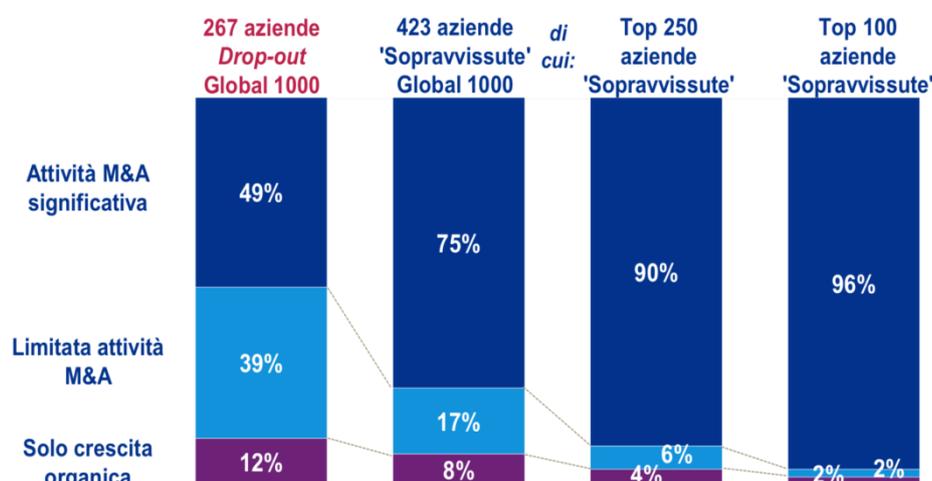
² Conea V., *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea, Milano (2010);

³ Meglio O., *Il processo di integrazione post-acquisizione*, Dott. Antonio Milani, Padova (2004);

⁴ Conea V., *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea, Milano (2010).

I risultati ottenuti dagli studi condotti dalla “M&A Academy” pongono attenzione sulla necessaria elaborazione a priori di un indirizzo strategico di fondo che si espanda su un piano pluriennale⁵.

La “M&A Academy” definisce le operazioni di acquisizione e fusione come un “fattore essenziale per la crescita e la creazione di valore” delle aziende; sul punto si riconosce un forte desiderio per le imprese di aderire a tale trend di sviluppo sebbene vi siano incertezze circa i loro risultati.



Gli studi effettuati sulle organizzazioni presenti all'interno della classifica delle maggiori aziende internazionali, Global 1000, evidenzia come le operazioni di M&A possono essere ritenute fondamentali per la crescita e sopravvivenza delle aziende già performanti.

Il ricorso sistematico all'M&A è molto più frequente da parte delle aziende 'Sopravvissute' nel Global 1000 rispetto alle Drop-out

Fonte: M&A Academy, Gli imprenditori dell'M&A, anno 2018.

La letteratura, particolarmente copiosa in merito, risulta molto frammentata a causa della mutevolezza del fenomeno e dei risvolti aziendali che, molto spesso, non sono facilmente prevedibili. Gli esiti delle operazioni di acquisizione, infatti, risultano alquanto variabili, riconoscendo un alto tasso di fallimento i cui potenziali attivatori verranno analizzati successivamente.

La frammentazione del fenomeno dipende dalle molteplici sfaccettature che influenzano ciascuna operazione di M&A, dalle modalità e comportamenti con cui l'acquisizione di un'azienda può essere conseguita, dall'eterogeneità dei soggetti coinvolti, dal susseguirsi delle fasi e dei processi volti al superamento, nonché al compimento, dell'acquisizione e da ulteriori fattori che mutano in base ai contesti ambientali e sociali di riferimento⁶.

Come sostenuto da Halpern nella teoria basata su “*special cases*” (Halpern 1983), difatti, si potrebbe dire che ogni acquisizione deve essere studiata e valutata come caso a sé data la complessità dell'evento e la difficoltà di giungere a fattori che possano predire l'andamento della performance acquisitiva⁷.

⁵ Risultati della ricerca prodotta da M&A Academy, il progetto di comunicazione che ha l'obiettivo di condividere e diffondere la cultura dell'M&A condividendo esperienze e *best practice*. KPMG, *M&A e creazione del valore* (2018), <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2018/01/m-e-a-fusioni-e-acquisizioni.html>;

⁶ Meglio O., *Il processo di integrazione post-acquisizione*, Dott. Antonio Milani, Padova (2004);

⁷ Halpern P., *Corporate Acquisition: a theory of special cases? A Review of event studies applied to acquisition*, The Journal of Finance, Vol. 38, No. 2 (1983).

I diversi studi che si sono susseguiti, e quindi sia precedenti che successivi ad Halpern, non sono riusciti a sviluppare una teoria univoca sugli elementi che possano garantire il successo, o il fallimento, di questa operazione⁸.

Tuttavia l'analisi delle operazioni di M&A risulta imprescindibile dallo studio e comprensione delle motivazioni che sottendono tali scelte strategiche; ciascuna strategia di crescita si fonda su diversi driver economici che fanno riferimento allo sviluppo e ampliamento dei confini dell'impresa, quali orizzontali, verticali e di portafoglio⁹.

L'approfondimento delle motivazioni risulta fondamentale poiché tecnicamente capace di individuare l'input che porta all'attivazione del processo acquisitivo, riconoscendone le motivazioni implicite, esplicite e prevalenti. La differenza sostanziale tra motivazioni esplicite ed implicite si esplica affermando che le prime risultano essere più evidenti e di facile percezione rispetto alle seconde, le quali sottendono finalità diverse da quelle pubblicamente dichiarate.

La motivazione prevalente diviene, invece, la ragione principale in virtù della quale, tra tanti altri fattori input, si attiva il processo.

Come definito dalla letteratura in materia, le motivazioni possono essere suddivise in cinque classi:

- strategiche;
- di mercato;
- manageriali;
- finanziarie;
- di controllo¹⁰.

Le acquisizioni strategiche si piegano a esigenze di accrescimento del complessivo valore aziendale mediante diversificazione del business, integrazioni a monte o a valle dell'attività *core*, operazioni di difesa a seguito di iniziative concorrenziali esterne, etc.

Le acquisizioni di mercato mirano all'acquisto di posizioni leader nel settore, ampliando e amplificando il proprio potere anche nei confronti dei *competitors*.

Le acquisizioni manageriali rappresentano uno strumento posto nelle mani del manager che persegue, generalmente, elevati tassi di sviluppo e di crescita dimensionale della *corporate*.

Capita spesso che i processi di acquisizione, spinti da tale incentivo, risultino inefficienti a causa di motivazioni implicite legate all'accrescimento del potere e della reputazione del manager e disgiunte dall'ottica di massimizzazione del valore aziendale¹¹.

⁸ Capasso A., Meglio O., *Fusioni e acquisizioni. Teorie, metodi, esperienze*, FrancoAngeli, Milano (2010);

⁹ Boccardelli P. e Fontana F., *Corporate Strategy*, Hoepli, Milano (2015);

¹⁰ Conea V., *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea, Milano (2010);

¹¹ Meglio O., *Il processo di integrazione post-acquisizione*, Dott. Antonio Milani, Padova (2004).

Le acquisizioni finanziarie sono spesso frutto di un'eccedente disponibilità liquida dell'azienda, la quale ha la possibilità di utilizzare tale risorsa nel momento in cui si verificano opportunità di mercato favorevoli.

Le acquisizioni di controllo si verificano nel momento in cui un'azienda intensifica il proprio potere su un'altra azienda di cui già possiede una quota azionaria.

Tali classi, naturalmente, rispondono ad una logica di analisi semplicistica del profilo motivazionale, in quanto nella realtà esse possono essere strettamente legate le une alle altre e, molto spesso, sovrapporsi.

Che si tratti dunque di acquisizioni locali o internazionali, ovvero che coinvolgono imprese locali o estere, le motivazioni di fondo permangono. In tal senso, appare lapalissiano che le operazioni di M&A sono sempre più frequenti a livello mondiale, grazie all'ampliamento dei mercati e all'appiattimento dei confini nazionali e settoriali; continuamente si creano nuove forze, si modificano i mercati e nascono nuovi protagonisti che determinano le regole di business.

	Mercato globale	1988	2015	CAGR 1988-2015
	PIL (USD mld)	18.863	73.171	+5,1%
	Mercato M&A (USD mld)	474	3.175 (4,3% del PIL)	+7,3%
	PIL (USD mld)	904	1.816	+2,6%
	Mercato M&A (USD mld)	12	61 (3,3% del PIL)	+6,2%

Fonte: M&A Academy, Gli imprenditori dell'M&A, anno 2018

L'espansione aziendale può essere eseguita attraverso due diverse strategie, le quali si distinguono in base alla scelta dell'impresa *target*: la c.d. strategia *cherry-picking* o la c.d. *lemon-picking*.

La prima si realizza nel momento in cui l'oggetto dell'acquisizione è un'impresa avente ottime *performance* e l'obiettivo è quello di accrescerne ulteriormente il valore, apportando nuova esperienza e condividendone il potere di mercato. Solitamente l'impresa acquisita entra a far parte di un nuovo e più grande circuito che ne migliora le prospettive evolutive.

Con *lemon-picking*, al contrario, si intende quella strategia per cui il target dell'acquisizione è individuato in un'azienda con andamento medio, in termini di prestazioni, su cui poter investire e definire un nuovo progetto di ristrutturazione che porti a risultati più efficaci ed efficienti¹².

¹² Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018).

1.2 Il ruolo geografico nelle acquisizioni internazionali: le cross-border M&A

Le operazioni di M&A possono coinvolgere organizzazioni ubicate nel territorio locale (*domestic M&A*), oppure coinvolgere imprese la cui sede è collocata in un paese straniero, operando quindi in mercati geograficamente distinti (*cross-border M&A*).

Le acquisizioni internazionali sono analizzate, in particolar modo, come modalità alternativa all'investimento di tipo *greenfield*, tipico sistema di entrata in mercati esteri realizzato attraverso un investimento *ex novo* nel territorio, che sia uno stabilimento o una filiale¹³.

Le M&A *cross-border* sono definite come “transazioni in cui *assets* di aziende che appartengono a paesi differenti sono combinate per dar vita ad una nuova entità...”¹⁴. L'ingresso in nuovi mercati geografici è uno dei principali obiettivi di tali operazioni. A ciò fanno seguito l'acquisto di nuovi *target* di mercato, il conseguimento di benefici fiscali, la diversificazione di portafoglio o il consolidamento del *core business*¹⁵. Come da norma, vi sono anche fattori esogeni che hanno contribuito all'incremento di tale trend, quali l'integrazione dei mercati, il crescente ruolo degli investitori internazionali, l'intensificazione del potere dei concorrenti e l'ingresso di nuovi operatori provenienti da paesi caratterizzati da economie emergenti.

Il principale vantaggio delle acquisizioni, che ne giustifica l'attuale ricorso, è il fattore temporale. Tali operazioni permettono di raggiungere gli obiettivi strategici in un arco temporale ridotto rispetto ad altre tipologie di operazioni di crescita interna o esterna, come gli investimenti di tipo *greenfield*.

Questi ultimi, insieme agli investimenti cd. *brownfield* (di cui fanno parte le operazioni finora analizzate) rientrano nella categoria degli investimenti diretti esteri, anche detti IDE.

In aggiunta al rapido presidio del nuovo mercato, l'acquisizione risulta essere preferita in quanto immune dalla cd. *liability of newness* (Caves 1996), che fa riferimento alla mortalità dell'impresa nei primi anni di vita¹⁶, *and foreignness* (Luo 1999), legata allo svantaggio di essere riconosciuti come stranieri in un dato mercato¹⁷.

Come ciò detto, in tali operazioni si riscontra un alto livello di rischio dovuto generalmente all'inesperienza o ad una scarsa conoscenza del mercato estero, della cultura e del comportamento dei consumatori e/o *competitors*, che può sovvertire quelli che sono i risultati sperati dall'operazione. Nonostante il fattore rischio, l'acquisizione rimane un efficace strumento di crescita, sia a livello nazionale che internazionale, e perciò un'opzione attrattiva per molte imprese.

¹³ Il Sole 24 Ore, <https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/investimenti-greenfield.html>, aprile 2019;

¹⁴ Caiazza R., *Cross-Border M&A. Determinanti e fattori critici di successo*, Giappichelli Editore, Torino (2011);

¹⁵ Cruciani E., M&A come strategia di crescita e strumento di creazione del valore, <https://www.economiah24.eu/2018/05/ma-come-strategia-di-crescita-e-strumento-di-creazione-del-valore/>, aprile 2019;

¹⁶ Stinchcombe A. L., *Social Structure and Organizations*, In *the Handbook of Organizations*, J.G. March Rand McNally & Co, Chicago (1965);

¹⁷ Hu L., *Elledì e Inglesina: l'internazionalizzazione nel mercato cinese*, Rivista Micro e Macro Marketing (2015).

La scelta di espansione con acquisizione in mercati esteri è stata giustificata in letteratura attraverso diversi approcci, tra i quali:

- la “*Transaction Cost Economics*” (TCE);
- la “*Ownership, Location, Internalization framework*” (OLI) o “paradigma eclettico”;
- la “*Resource Based View*” (RBV)¹⁸.

La “*Transaction Cost Economics*” si focalizza sull’analisi dei costi di transazione, che normalmente incidono sulla cd. decisione di *make or buy*. La decisione di ricorso al mercato e le modalità di controllo che dovranno essere esercitate vengono ponderate in base a diversi fattori, da quelli di natura aziendale cd. *firm specific* alla presenza di asimmetrie di mercato. In tal caso, la possibilità di sfruttare sinergie tra due diverse realtà imprenditoriali diviene decisiva rispetto alla possibilità di un IDE.

Il “paradigma eclettico” di J. Dunning, anche detto OLI, chiarisce che le ragioni per cui un’azienda decide di oltrepassare i confini nazionali ed investire in nuovi mercati geografici risiedono in una già maturata consapevolezza del proprio *power market*, derivante dalla proprietà di processi di business, e dal futuro vantaggio localizzativo (inerente al ridimensionamento dei costi produttivi e all’accesso a risorse strategiche) e internazionale (quale esercizio di pieno controllo di un’attività estera Vs accordi con operatori locali indipendenti)¹⁹.

La “*Resource Based View*” è divenuta nel tempo un approccio fondamentale al tema, trattando semplicemente di risorse. Sul punto, è noto che per il concetto di impresa si intendono realtà organizzative che sfruttano risorse scarse per perseguire obiettivi specifici. Il quesito è come si giunge a tali risorse.

La RBV definisce che ciascuna azienda si compone di risorse e competenze critiche e il principale compito di buon *management* è ottimizzarne il valore d’insieme - ricercando, valutando e classificando le risorse che possono essere giudicate rilevanti per un’azienda (Grant 1996).

Le acquisizioni internazionali rappresentano un abile strumento per disporre nell’immediato di tali risorse, materiali o immateriali, specie se *country specific*. Risulta utile riproporre lo studio effettuato da Anand e Delios (2002) che dimostra come le imprese caratterizzate da *gap* tecnologici mirano allo sviluppo attraverso l’acquisizione di start-up o *hub* tecnologici.

In sostanza, si ritiene che i processi di M&A sono strettamente collegati alla capacità del *manager* di riconoscere “un’*immediate change opportunity*”²⁰.

Nonostante ancora oggi le operazioni di acquisizione e fusione interessino imprese situate nelle tre aree geografiche più industrializzate (Stati Uniti, Europa e Giappone), a partire dal ventunesimo secolo si è

¹⁸ Matarazzo M., *Le strategie internazionali delle medie imprese. Modalità di entrata e nuovi mercati*, FrancoAngeli, Milano (2012);

¹⁹ Navaretti G. B., Venables A. J., *Le multinazionali nell’economia mondiale*, Il Mulino (2006);

²⁰ Conea V., *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea, Milano (2010).

assistito ad un maggiore coinvolgimento dei Paesi attualmente in crescita o in via di sviluppo, tra cui Cina, India, Corea e America Latina.

Molti studiosi hanno approfondito tale tema, riconoscendo diversi *modus operandi* tra le aziende provenienti da paesi diversi. Ad esempio, Chari *et al.* (2012) hanno mostrato come spesso aziende provenienti da Paesi emergenti investano in organizzazioni ubicate in territori già sviluppati, come gli Stati Uniti, e con dimensioni più grandi rispetto a quelle lasciate sul mercato. Essi specificano, inoltre, che tale atteggiamento risulta essere piuttosto usuale, riconoscendo una vera e propria preferenza per le imprese caratterizzate da buoni livelli di performance²¹.

La letteratura, però, anche in tal caso non risulta essere coesa poiché vi sono autori che ritengono che gli investitori internazionali, a differenza di quelli locali, optano più spesso per orientamenti di tipo *cherry-picking*, mentre altri riconoscono la tendenza opposta.

La scelta acquisitiva risulta essere dipendente anche dalle dimensioni dell'impresa. Si riconosce difatti che la grande dimensione spinga e convinca il *management* ad affrontare con maggiore successo operazioni di M&A. Esse, secondo la ricerca condotta da KPMG, in collaborazione con Borsa Italiana e SDA Bocconi (2016), riguardano in particolar modo aziende che:

- appartengono a fasce di fatturato superiori ai 100 €/mln;
- hanno più dipendenti relativamente al loro segmento.

Studi recenti hanno, nondimeno, analizzato il comportamento espansivo delle PMI in mercati internazionali. In generale, le imprese di piccole e medie dimensioni, che decidono di internazionalizzare, optano per mercati vicini, maggiormente accessibili, le cui peculiarità non si distanziano troppo da quelle locali. Necessariamente, tale decisione è supportata anche dall'analisi della consistenza del mercato e dalla possibilità di conseguire risultati concreti relazionati al rischio percorso.

Le grandi imprese, invece, avendo a disposizione maggiori capitali da investire anche in attività di R&S possono più facilmente attuare un percorso di adattamento nei confronti dei nuovi mercati e vincere la sfida dettata dalla distanza Paese e sfruttare nuove richieste di mercato.

Naturalmente, la scelta localizzativa si basa su più parametri e può perseguire diversi obiettivi. Un Paese può essere scelto per offrire costi di produzione più bassi, manodopera specialistica, maggiore vicinanza a risorse strategiche, ampliamento della compagine clientelare, etc, valutando e analizzando aspetti micro e macro economici.

²¹ Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018).

Qualunque sia il motivo della scelta, il Paese dovrà essere considerato strategico e distinto per specifiche peculiarità, innescando un meccanismo di *trade-offs* in quanto la scelta localizzativa di una filiale o un nuovo stabilimento si riflette automaticamente sull'immagine del *brand*.

1.3 Le criticità della decisione di acquisto

Le acquisizioni aziendali, quali operazioni di finanza straordinaria, hanno assunto connotati di effettiva leva strategica per la creazione di valore. Dal presente saggio, si evince che tali processi azionano meccanismi che riguardano il complesso aziendale, utilizzano risorse di grandi dimensioni e coinvolgono a vari livelli gli *stakeholder* aziendali. L'obiettivo perseguito risulta peculiare all'azienda, legato alle motivazioni fautrici del processo.

Naturalmente, non tutte le operazioni di acquisizione raggiungono i risultati sperati.

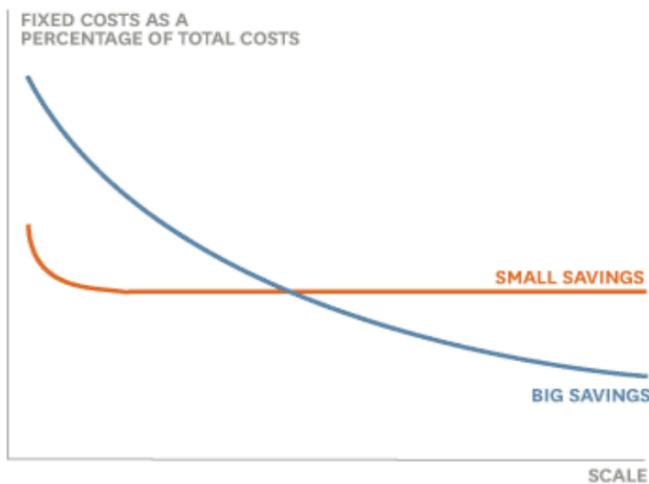
La letteratura ha rivolto particolare attenzione all'analisi del tasso di fallimento e di successo delle M&A, pur riportando risultati contraddittori. Alcuni autori riferiscono di un tasso di fallimento pari al 70% - 90% delle acquisizioni, con risultati negativi nel lungo termine (Christensen 2011). Altri, invece, riconoscono ritorni positivi, specialmente per acquisizioni di tipo *cross-border* che interessano imprese ubicate al di fuori di specifici Paesi, quali UK e USA (Alexandris 2010)²². Non essendovi conclusioni inconfutabili sul fenomeno, quel che appare certo è che la letteratura non è riuscita negli anni a identificare delle variabili specifiche che aiutino a delineare percorsi risolutivi unanimi; manca una teoria esaustiva che sappia giustificare i casi di successo e di insuccesso.

Preso il dato di fallimento sopra indicato, esso, in molti casi, può essere spiegato attraverso l'incapacità del management a individuare una reale opportunità di massimizzazione del valore aziendale attraverso processi acquisitivi. Ogni acquisizione ha un costo, oggettivamente elevato, che non sempre corrisponde ad un giusto investimento. Spesso tale costo corrisponde ad un prezzo ingiustificato, perché troppo alto rispetto al fine strategico che si vuole perseguire e ai risultati che si verificheranno. Altro fattore critico è la scelta di integrazione della società acquisita. La nuova società, infatti, può essere lasciata operare all'interno del mercato in modo indipendente o integrarla alla modalità di business dell'*headquarter*. Tale scelta determina due percorsi distinti, che possono determinare risultati differenti per l'operazione in esame.

²² Heinberg M., Ozkaya H. E., Taube M., *A brand built on sand: Is acquiring a local brand in an emerging market an ill-advised strategy for a foreign companies?*, Accademia del Marketing, Ricerca empirica (2016);

Le M&A sono operazioni che trasformano le aziende che le pongono in essere in modo più o meno radicale. Vi possono essere acquisizioni volte a un miglioramento del modello di business, aumentandone le prestazioni attuali, o volte a reinventarlo.

L'annuncio di un'acquisizione del primo tipo molto spesso è seguita da una promessa di riduzione dei costi, ma ciò avviene solo in alcuni casi, quando, ad esempio, si tratta di aziende produttive e distributive con un elevato livello di costi fissi per cui l'aumento di dimensioni comporta un risparmio interno. Per le restanti aziende, le acquisizioni devono seguire altri fini.



Fonte: Harvard Business Review, Mergers and Acquisitions, nr. di marzo 2011.

Se i costi fissi (*fixed costs*) rappresentano un'alta percentuale dei costi totali, sfruttando le economie di scala si possono massimizzare i risparmi. Se la struttura dei costi, al contrario, risulta essere caratterizzata da elevati costi variabili, i risparmi ottenuti saranno minimi.

La crescita del business a lungo termine necessita di uno spirito proattivo da parte del management.

Dati i confini settoriali sempre più labili, i modelli di business classici sfumano piano piano e allo stesso tempo se ne creano di nuovi grazie al progresso tecnologico. La sfida attuale è riconoscere la direzione del mercato prima degli altri concorrenti.

Le acquisizioni in tal caso possono giovare a quei business che necessitano di un rapido processo di ristrutturazione interno. Le società che riescono a individuare e ad acquisire business dirompenti possono ottenere risultati più che positivi anche nel breve termine.

I business dirompenti sono generalmente imprese di piccole dimensioni ad alto valore tecnologico; sono start-up, che come si è accennato, corrispondono al target dei processi acquisitivi. La definizione del prezzo di acquisto di tali aziende non risulta essere semplice. Esse sono aziende neocostituite, spesso alla ricerca di investimenti esterni. Risulta pertanto veritiero affermare che spesso le acquisizioni volte all'innovazione del business scontano un prezzo inferiore rispetto a quelle tese alla creazione di sinergie di costo.

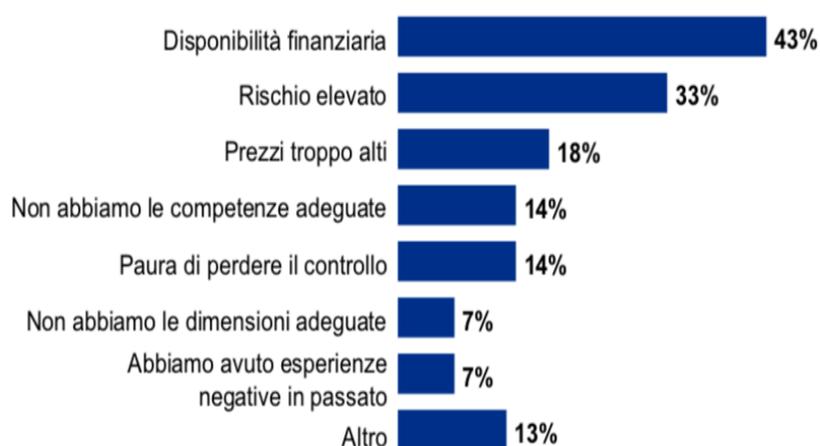
Naturalmente, il prezzo di acquisto per essere considerato un "prezzo equo" deve essere valutato dal solo acquirente in base agli scopi dell'acquisizione.

Considerando l'attuale trend delle M&A, si può affermare che non tutte le scelte di acquisto sono valutate in ottica strategica seguendo parametri oggettivi. Molti sono stati gli errori, anche in operazioni aziendali recenti, e spesso le offerte considerate si sono basate su elementi errati. Ma le aziende, ancora oggi, utilizzano le operazioni di acquisizione per raggiungere obiettivi difficilmente raggiungibili internamente senza quindi far ricorso al mercato. La decisione di acquisto si basa su un *trade offs* in cui il tempo e l'economicità dell'operazione giocano un ruolo preponderante²³.

La letteratura odierna nell'esame delle operazioni di acquisto aziendale enuncia ulteriori possibili svantaggi e vantaggi che possono scaturire da tali manovre.

Gli svantaggi possono essere ravvisati in:

- possibile perdita dei clienti contrari all'operazione di acquisto. Le ragioni di tale risposta del mercato saranno approfondite in seguito, ma esse possono essere riassunte nella perdita di fiducia e senso di appartenenza nei confronti dell'azienda di riferimento²⁴;
- resistenza all'integrazione da parte del capitale umano. In tal senso, la spinta repulsiva può generarsi anche all'interno dell'impresa target. Il capitale umano organizzativo, in tal caso, gioca un ruolo fondamentale che può decretare le sorti dell'operazione. Se si palesano delle resistenze interne, queste dovranno essere risolte dal management attraverso politiche di accompagnamento al processo innovativo. Anche se, in molti casi, accade che vi sia un cambio di risorse poste al vertice dell'azienda target e questo comporta instabilità e senso di pericolo. Vale la pena segnalare che il tema della gestione delle risorse umane assume particolare rilevanza nella fase di post-acquisizione e post-merger.



Sondaggio KPMG, in collaborazione con Borsa Italiana, sulle principali barriere e preoccupazioni in materia di acquisizioni aziendali.

Fonte: KPMG, Borsa Italiana, SDA Bocconi, Gli imprenditori dell'M&A, Report 2016

²³ Christensen C. M., Alton R., Rising C., Waldeck A., *The big Idea: the new M&A playbook*, Harvard Business Review (2011);

²⁴ Hua Chang, Hyokjin Kwak, Marina Puzakova, Jisoo Park & Edith G. Smit, *It's no longer mine: the role of brand ownership and advertising in cross-border brand acquisitions*, International Journal of Advertising, 34:4 (2015).

Per quanto concerne i vantaggi, oltre a quelli precedentemente enunciati, quali benefici temporali ed economici, si riconosce:

- opportunità di perseguire maggiore sviluppo dimensionale, a livello nazionale o internazionale;
- implementazione e arricchimento del know-how aziendale;
- espansione del mercato, raggiungimento di nuovi e importanti clienti;
- miglioramento della redditività economica;
- benefici fiscali;
- economie di scala, di scopo o di esperienza;
- nuove competenze e risorse;
- sinergie²⁵.

I vantaggi presentati risultano essere attraenti per tutte le aziende operanti all'interno del mercato che perseguono obiettivi di crescita e redditività, ma con ciò non si vuol definire le operazioni di M&A come scelte strategiche perseguibili in modo semplice, esse richiedono impegno e capacità analitiche e manageriali. "È fondamentale curare ogni aspetto della strategia affinché le sinergie riescano davvero ad attivarsi, i mercati si aprano a tutti gli effetti e le economie di scala si realizzino in base alle attese. Per questo, l'impresa che decide di crescere per linee esterne ricorrendo a fusioni e acquisizioni ha costantemente bisogno del supporto di un team di specialisti.

Nulla deve essere lasciato al caso, ogni mossa deve basarsi su dati e scenari valutati in maniera razionale e anche alla luce delle relazioni con i vari stakeholder"²⁶.

Per quanto concerne l'azienda acquisita, a seconda che si tratti di un'acquisizione ostile o amichevole, possono essere riconosciuti vantaggi e svantaggi specifici.

Tra gli svantaggi, si ricorda:

- perdita dell'autonomia;
- rischio di riallocazione delle risorse aziendali.

Vantaggi:

- accesso a nuove risorse e competenze;
- maggiore esperienza;
- accesso a canali distributivi più capillari;
- maggiore potere di mercato²⁷.

²⁵ Cruciani E., M&A come strategia di crescita e strumento di creazione del valore, <https://www.economiah24.eu/2018/05/ma-come-strategia-di-crescita-e-strumento-di-creazione-del-valore/>, aprile 2019;

²⁶ Garnell, *Il processo di Merger and Acquisition: rischi e opportunità*, <https://garnell.it/blog/2017/09/12/processo-merger-acquisition/>, aprile 2019.

Se, come si è detto, le operazioni di M&A possono essere considerate vantaggiose sia per l'impresa acquirente che per l'impresa acquisita, sarebbe interessante approfondire lo studio anche a livello di mercato. Le operazioni di acquisto, difatti, portano ad una maggiore concentrazione del mercato, da due imprese distinte e separate può nascere un'unica realtà aziendale. La progressiva concentrazione, come riportato dalla letteratura microeconomica, può però comportare la morte della concorrenza²⁸. In un mercato altamente concentrato, le imprese si arricchiscono, aumentano la redditività e di conseguenza anche i prezzi dei prodotti e servizi erogati. Ma se le aziende perseguono obiettivi di profitto, i consumatori non ottengono alcun beneficio economico dal processo di concentrazione, perdendo, al contrario, i vantaggi acquisiti all'interno di un mercato concorrenziale.

Ciò nonostante, si riconosce quello che è un effetto positivo dell'attuale scia di operazione di acquisto e fusione, quale positivo contributo alla maggiore diffusione delle innovazioni tecnologiche e digitali a livello internazionale. Molte ricerche sembrano essere concordi a quanto enunciato da Corso, Gaschi e Morfino. "Le operazioni di M&A costituiscono un fattore di accelerazione della trasformazione per tutti gli attori del digitale²⁹", riguardando la generale richiesta di *digital transformation* che interessa tutti i settori, anche quelli più tradizionali.

1.4 I trend storici mondiali: le grandi ondate e le attuali tendenze

L'assenza di una letteratura, capace di identificare le operazioni di M&A come opzioni di sicura crescita aziendale, non ha scoraggiato l'incremento sempre maggiore del numero di acquisizioni a livello nazionale e internazionale.

Tale dato non è nuovo nella storia economica. Infatti, l'analisi del numero di operazioni di ugual tipo ha consentito di individuare e analizzare le fluttuazioni che hanno contraddistinto il fenomeno acquisitivo.

I risultati della ricerca hanno portato alla formulazione del concetto di *merger waves*, che indica "le ondate di M&A associate agli shock in ambito tecnologico, economico e istituzionale, nate nel mondo anglosassone

²⁷ Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018);

²⁸ Editorial Board NYTimes, *How mergers demage the economy*, <https://www.nytimes.com/2015/11/01/opinion/sunday/how-mergers-damage-the-economy.html> , maggio 2019;

²⁹ Mariano C., *Fusioni e acquisizioni accelerano la trasformazione digitale*, <https://www.economyup.it/blog/fusioni-e-acquisizioni-accelerano-la-trasformazione-digitale/>, maggio 2019.

grazie alla peculiare struttura dei mercati, la tipologia di capitalismo e l'assetto istituzionale, poi diffuse a livello globale³⁰.

Le M&A assumono un peculiare andamento all'interno del mercato; esse caratterizzano i sistemi economici in modo ciclico.

In letteratura sono state individuate sei *merger waves*:

- Prima ondata 1897 – 1904, cd. *merger for monopoly*, collocata nei primi anni del ventesimo secolo. Essa è caratterizzata dal consolidamento di alcune imprese operanti nel settore manifatturiero ed estrattivo. Da ciò, si è potuto notare la creazione di monopoli e grandi industrie (es. General Electric e DuPont), (Nelsen 1953);
- Seconda ondata 1916 – 1929, cd. *merger for oligopoly*. Essa è caratterizzata dal rafforzamento delle imprese sul mercato attraverso processi di espansione verticale e consolidamento degli oligopoli;
- Terza ondata 1960 – 1970, gli anni del cosiddetto “boom economico”. Essa è caratterizzata da operazioni acquisitive in cui le aziende coinvolte risultano operanti in settori diversi. Si tratta di acquisizioni di natura conglomerale, adottate a seguito dei limiti posti dalla normativa Antitrust, le quali rappresentate senza alcun dubbio un complesso di norme giuridiche poste a tutela della concorrenza nei mercati;
- Quarta ondata negli anni 80', caratterizzata da scalate aziendali ostili volte all'acquisizione di aziende con dimensioni più grandi rispetto alle precedenti. Durante tale periodo, si assiste al mutamento del ruolo delle banche, divenute *players* fondamentali per finanziare le grandi operazioni che coinvolgono per la prima volta le imprese poste al di là dei confini nazionali. Nasce il fenomeno delle acquisizioni *cross-border*;
- Quinta ondata 1992 – 2000, caratterizzata dal protagonismo delle prime imprese europee, oltre che a quelle americane. Tale processo è stato, infatti, incentivato dalle politiche attive dell'Unione Europea fin dalla sua costituzione, essendo considerato quale elemento fondamentale del processo di integrazione economica a livello comunitario.

Si può senz'altro affermare che questo tipo di *wave* segni un punto di svolta nella storia delle M&A. Tale considerazione è incontrovertibilmente sostenibile se si considera che nel periodo temporale 1998/2000, si registra un valore complessivo di 4 trilioni di dollari di transazioni acquisitive, ovvero il doppio del valore registrato nei precedenti tre decenni (Child 2001 e Henry 2002);

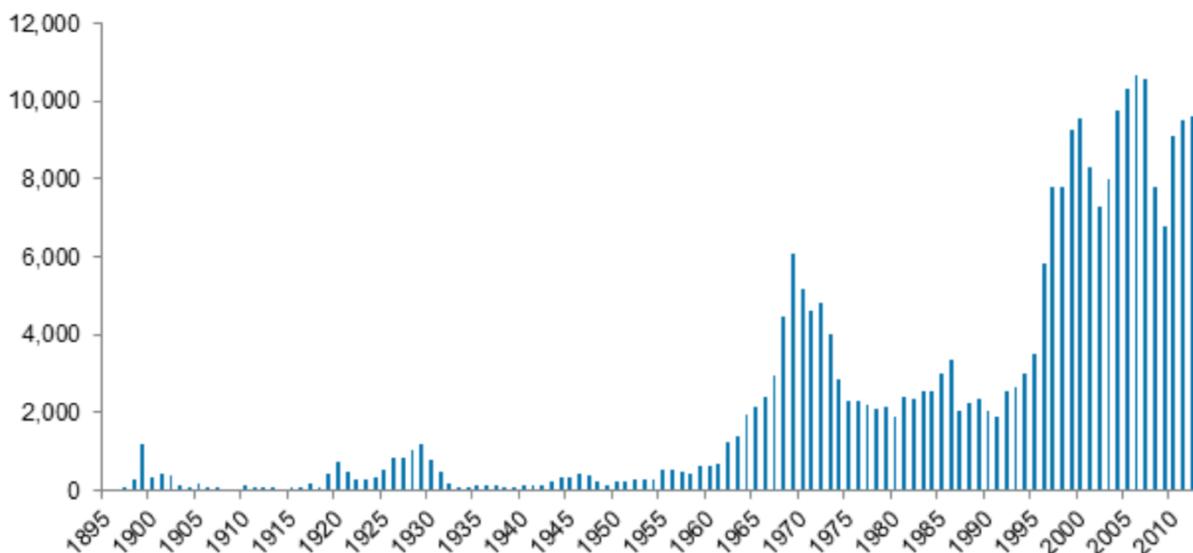
- Sesta ondata 2004 – 2008. In tale contesto, è evidente il numero crescente di operazioni *cross-border*, che hanno interessato in particolar modo i nuovi paesi emergenti sul palcoscenico economico globale. Le peculiarità di tale ondata, che ha raggiunto il suo picco nel 2017, sono da annoverare

³⁰ Caiazza R., *Cross-Border M&A. Determinanti e fattori critici di successo*, Giappichelli Editore, Torino (2011).

nella maggiore dimensione delle operazioni generate e dall'ingresso di nuovi *players*, come la Cina³¹.

Dall'ultima ondata registrata, il mercato delle acquisizioni si è nuovamente evoluto e ha fatto registrare numeri inaspettati. Dal 2015 al 2017, secondo la ricerca della società di consulenza KPMG, si è assistito ad un nuovo incremento dei volumi a livello globale.

Numero di operazioni di M&A portate a termine negli USA dal 1987 al 2015.



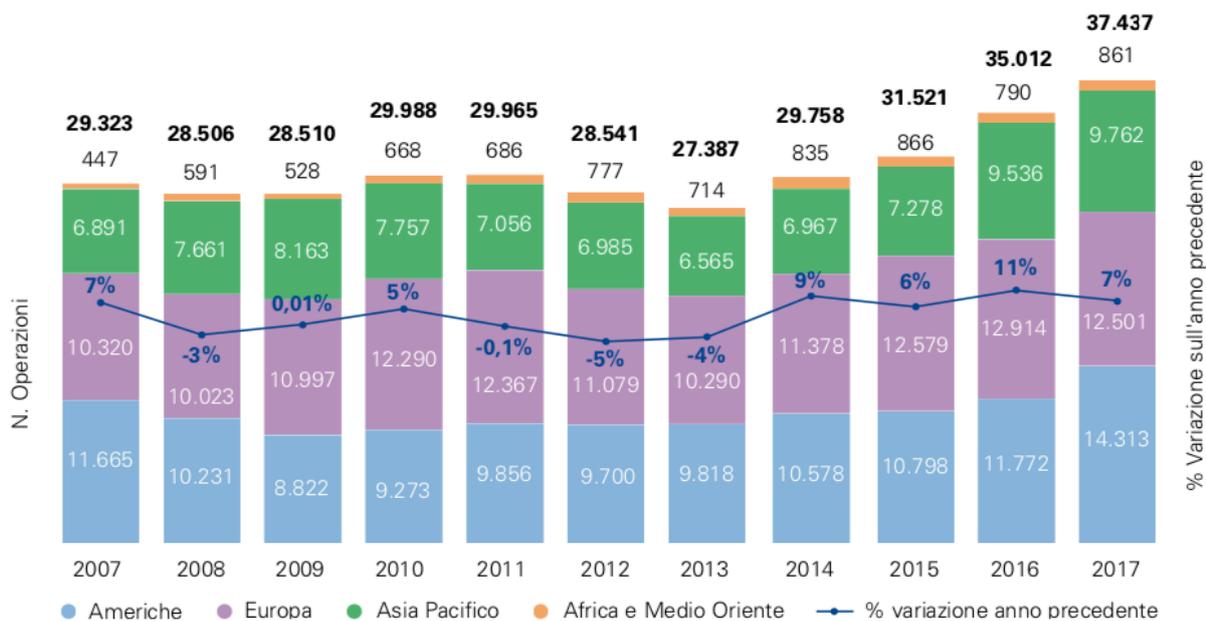
Fonte: Gaughan (1999), Nelson (1959), Historical Statistics of the U.S. – Colonial Times to 1970, Mergerstat Review

In particolare, il 2017 ha segnato un nuovo record con 37000 transazioni, il 7% in più rispetto all'anno precedente, e questo dato ha segnato il ritorno alle grandi *merger*.

Dall'analisi del grafico sopra evidenziato, si evince che le imprese americane mantengono il primato, quali pioniere del mercato M&A con investimenti pari a 549 miliardi di \$. Alle attività statunitensi fanno seguito quelle europee ed extraeuropee. Un'ulteriore spinta è stata generata da nuovi investitori finanziari e di *private equity*, che hanno portato un aumento delle disponibilità di capitali e condizioni più favorevoli per l'accesso al credito.

³¹ Caiazza R., *Cross-Border M&A. Determinanti e fattori critici di successo*, Giappichelli Editore, Torino (2011).

I dati presentati, seppur positivi, risultano essere rappresentativi di un clima di incertezza che ha caratterizzato il contesto geopolitico degli ultimi, tra cui l'esordio della Presidenza Trump, l'avvio della Brexit e le politiche cinesi di limitazione agli investimenti esteri.

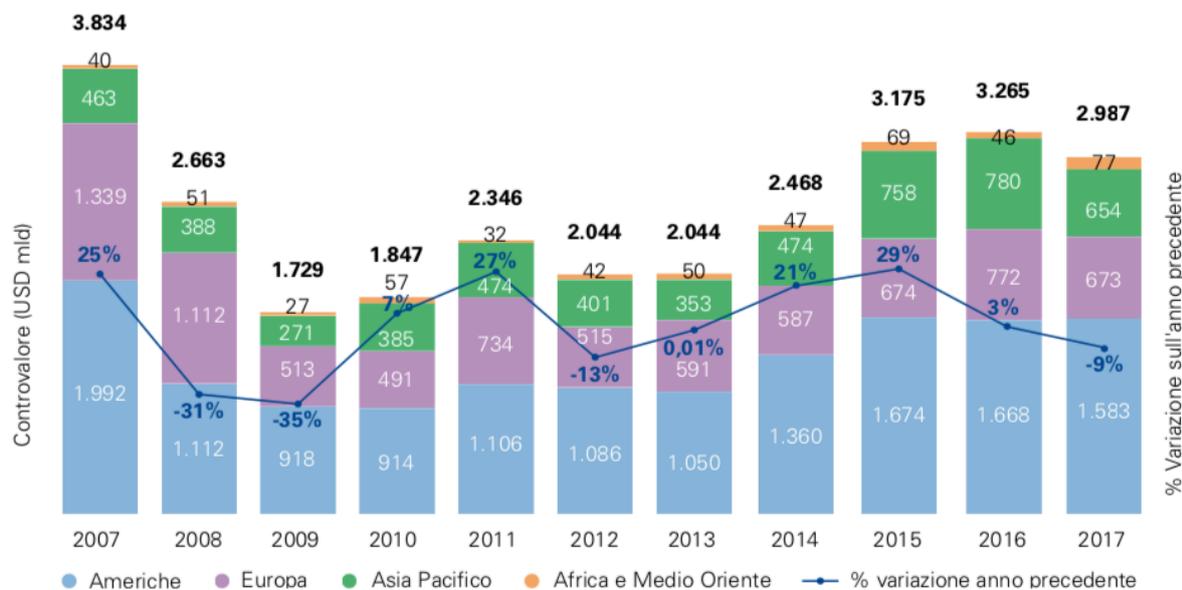


Fonte: KPMG Corporate Finance, dati elaborati da Tomson Reuters (M&A completed, target)

La perdita di controvalore, ovvero il *gap* evidenziato in termini di valore economico delle transazioni nel loro complesso, tra il 2017 e il 2016 è dovuto alla mancata approvazione di ulteriori operazioni miliardarie. Molte, infatti, sono state le operazioni frenate da mancati accordi tra le parti e/o da pronunciamenti sfavorevoli da parte dell'Antitrust. Come presentato dalla ricerca di KPMG, il valore delle operazioni annullate è pari a oltre 310 miliardi di \$³².

Unica eccezione al trend in calo del controvalore è rappresentata dal mercato africano e medio orientale. Per tali Paesi, l'attività di M&A risulta essere in crescita.

³² Dollari statunitensi USD.



Fonte: KPMG Corporate Finance, dati elaborati da Tomson Reuters (*M&A completed, target*)

Per quanto concerne le attività *cross-border*, queste hanno registrato un calo globale che si assesta al 12% rispetto all'anno precedente, mentre le transazioni domestiche si fermano a -5%.

Il 2018, al contrario, è stato un anno negativo per il mercato globale di M&A, raggiungendo performance e valori minimi che non si registravano dal 2008, anno di inizio della crisi finanziaria ed economica.

Secondo le analisi pubblicate da Willis Tower Watson nel Quarterly Deal Performance Monitor (QDPM), le operazioni portate a termine a livello internazionale hanno causato, in media, perdite notevoli a danno degli azionisti e le performance delle acquisizioni con valore superiore ai 10 miliardi \$ hanno subito una variazione negativa di 14,5 punti percentuali rispetto alla media di mercato.

Alcune delle ragioni di tale contrazione di mercato, come riportato, sono ancora una volta rintracciabili nello scenario politico internazionale.

In tal caso, la guerra dei dazi tra USA e Cina e le politiche di protezionismo adottate da svariati Paesi hanno comportato un aumento dell'incertezza negli equilibri governativi mondiali. Molti Governi nazionali hanno intrapreso una strategia difensiva in merito ad *assets* ritenuti strategici per il Paese.

Inoltre, parallelamente alle motivazioni politiche, vi è stato un rialzo dei tassi d'interesse applicato negli ultimi anni dalla Federal Reserve (Banca Centrale Americana) e una valutazione delle M&A eccessiva, come riportato dal senior consultant di Willis Towers Watson Italia, Andrea Scaffidi³³.

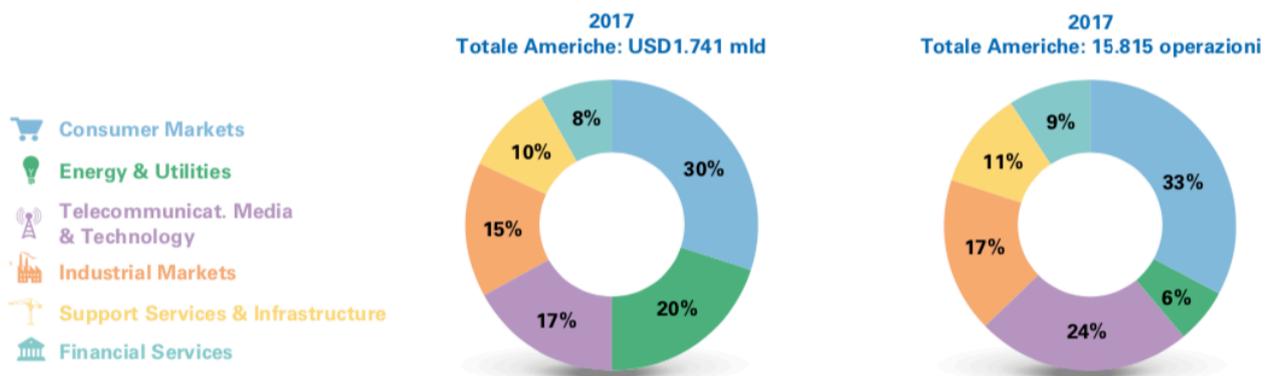
Altro dato di particolare rilevanza, è dato dalla scelta delle industry che sono più soggette ad operazioni acquisitive.

³³ Indagine Quarterly Deal Performance Monitor (QDPM) di Willis Towers Watson, *M&A a livello globale, gli acquirer hanno sottoperformato l'indice per il secondo trimestre consecutivo*, <https://www.willistowerswatson.com/it-IT/News/2017/09/Share-prices-of-global-acquirers-continue-to-underperform-World-Index-in-the-third-quarter>, aprile 2019.

Il Consumer Markets è il settore più attivo come target d'investimento a livello globale, seguito da Energy & Utilities, Industrial Markets, Telecommunications Media & Technology, Support Services & Infrastructure e Financial Services³⁴.

Unica eccezione è rappresentata dalla regione africa e medio orientale, in cui il settore più attivo è rappresentato da Telecommunications Media & Technology.

Mercato americano M&A 2017 per macro settore di attività della società acquisita (target): peso % del controvalore e del numero operazioni completate:



Fonte: KPMG Corporate Finance, dati elaborati da Tomson Reuters (M&A completed, target)

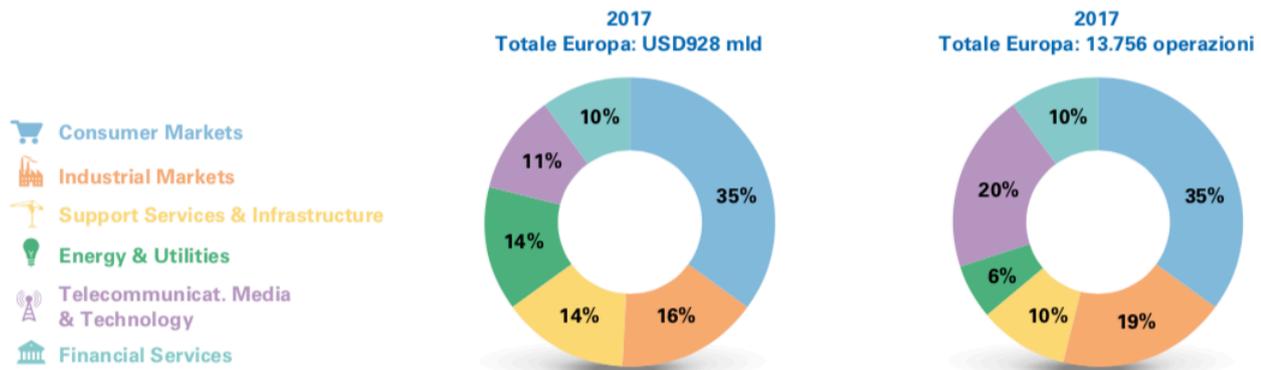
Protagonisti del mercato americano sono gli Stati Uniti, con oltre il 90% delle attività di M&A, seguiti da ingenti investimenti di natura europea.

Si può senza dubbio affermare che il settore che ha suscitato più interesse sia stato quello del Consumer Markets. Esso, infatti, è stato caratterizzato da operazioni di grande rilevanza economica. In un'ideale classifica relative all'interesse suscitato, il settore del Consumer Market è posto in una posizione immediatamente antecedente agli ulteriori settori: *Energy & Utilities, Telecommunications Media & Technology, Industrial Markets, Support Services & Infrastructure e Financial Services*³⁵. In particolare, si assiste alla crescita delle operazioni per le compagnie petrolifere, intente a riequilibrare la loro posizione nel mercato. Inevitabile è la riflessione circa la crisi che ha investito questo particolare mercato, affetto più volte dalle crisi legate alle oscillazioni delle quotazioni del greggio e al conseguente taglio degli investimenti. Risulta, al contrario, in contrazione il settore delle telecomunicazioni e tecnologico, i cui controvalori si riducono del 40% rispetto al 2016.

³⁴ KPMG, *Rapporto Mergers & Acquisitions, consolidamento settoriale e fusioni alimentano volumi record*, (2017);

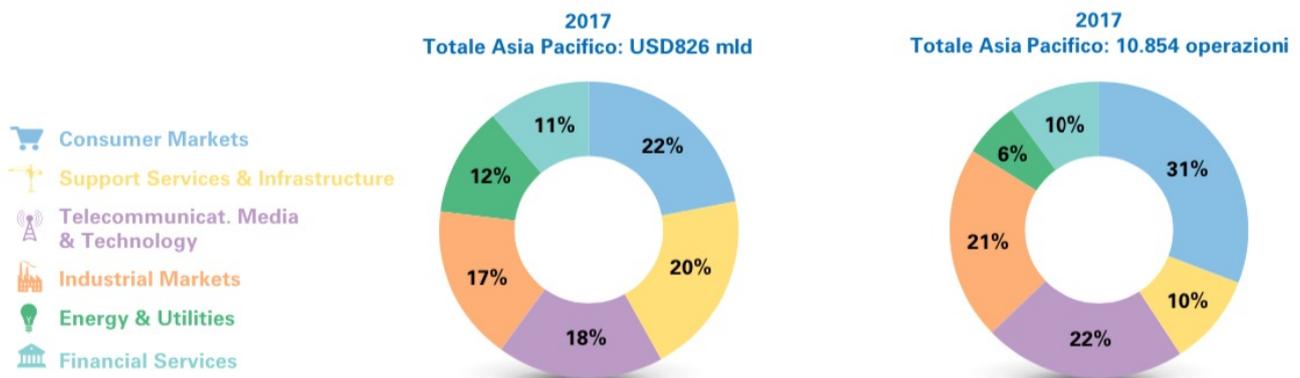
³⁵ KPMG, *Rapporto Mergers & Acquisitions, consolidamento settoriale e fusioni alimentano volumi record*, (2017).

Mercato europeo M&A 2017 per macro settore di attività della società acquisita (target): peso % del controvalore e del numero operazioni completate:



Il *Consumer Markets* si riconferma al primo posto, vantando undici operazioni presenti nella TOP TWENTY M&A europea. L'*Industrial Markets*, invece, cresce con una variazione in controvalore positivo di quasi il 20% rispetto all'anno precedente, pur mantenendo un allineamento nei volumi. Perdono interesse i restanti settori, segnando variazioni negative.

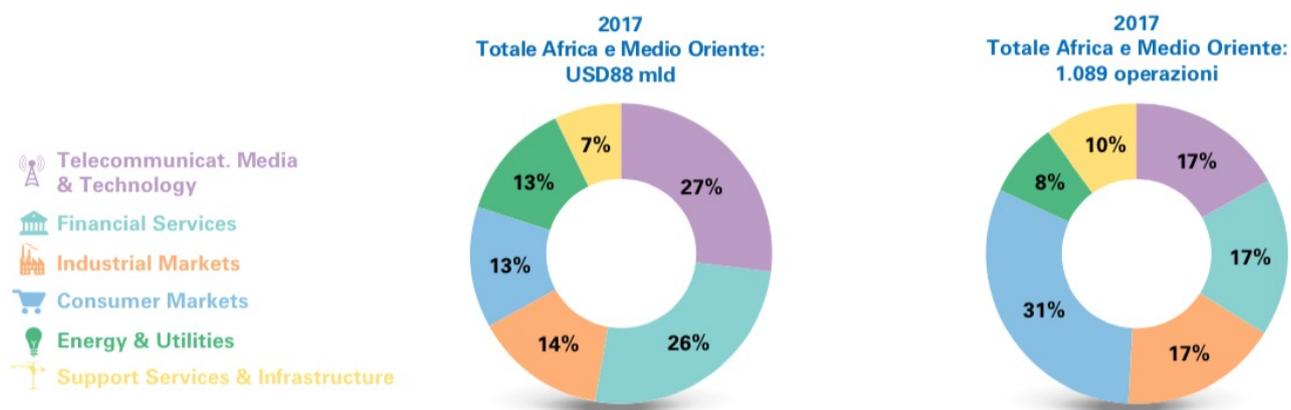
Mercato asiatico M&A 2017 per macro settore di attività della società acquisita (target): peso % del controvalore e del numero operazioni completate:



Fonte: KPMG Corporate Finance, dati elaborati da Tomson Reuters (M&A completed, target)

Con un andamento simile al mercato americano, a eccezione di *industry* quali *Support Services & Infrastructure* e *Energy & Utilities*, il mercato Asia Pacifico contribuisce stabilmente alle attività di M&A globale, generando più del 22% dei valori e delle transazioni complessive (complici i grandi *players* cinesi che sfidano in volumi e *performance* i big del mercato occidentale). Questo conferma l'evidenza che, a livello mondiale, l'attività di M&A è in forte crescita e vede nuovi protagonisti.

Mercato africano e medio orientale M&A 2017 per macro settore di attività della società acquisita (target): peso % del controvalore e del numero operazioni completate:



Fonte: KPMG Corporate Finance, dati elaborati da Tomson Reuters (M&A completed, target)

L’Africa e il Medio Oriente raggiungono nel 2017 valori storici per il mercato M&A interno, arrivando ad un contributo mondiale superiore al 3%. In tali regioni, il trend relativo alle industry target risulta ribaltato, con il settore tecnologico e delle telecomunicazioni in testa seguito da Financial Services.

2.1 I trend storici

Il mercato delle M&A in Italia si caratterizza per la prevalenza di operazioni domestiche, le quali, come da tradizione consolidata, sono caratterizzate da dimensioni e volumi ridotti specialmente se confrontati con le operazioni di natura *cross-border*³⁶.

Tale dato è giustificato in quanto la struttura socio-economica italiana è irrimediabilmente caratterizzata dalla presenza di una determinata tipologia di impresa: quella di dimensioni piccole-medie. La forma dell'impresa medio-piccola è senz'altro predominante nel contesto sociale italiano poiché essa si è dimostrata più volte un vero e proprio modello di business vincente. Tuttavia, tale prototipo aziendale non è segnato soltanto da aspetti positivi ma, al contrario, può essere considerato come rischioso a causa di evidenti limiti strutturali; questi ultimi possono essere fatali negativamente per l'impresa medio-piccola, che talvolta risulta inadeguata nel contesto dei mercati internazionali.

Come si desume da diversi studi effettuati con cadenza periodica, si può ragionevolmente asserire che il mercato interno assorbe una quantità pari e superiore alla metà delle operazioni di acquisto e di fusione.

Ai fini, invece, di una corretta analisi delle operazioni che concernono il mercato straniero, occorre eseguire una sorta di scissione al fine di individuare due diverse chiavi di lettura del medesimo fenomeno:

- operazioni con target italiano e natura estera (azienda acquirente estera/azienda acquisita italiana);
- operazioni con target estero e natura italiana (azienda acquirente italiana/azienda acquisita estera).

Da uno studio periodico³⁷, sviluppato e firmato dalla società di consulenza KPMG, si può agevolmente desumere che le operazioni domestiche, concernenti l'aggregazione di piccole e medie imprese, sono state 438. Il controvalore complessivo che si ricava da tale tipo di attività aziendale si aggira intorno ai 16 miliardi di € (nel 2017 le operazioni domestiche registrate sono state poco meno di 400, con un controvalore di 15 miliardi di €). Il settore dell'*Energy & Utilities* è stato certamente l'ambito più interessato da tali operazioni.

Le operazioni con target extra confine, che sono state poste in essere principalmente da organizzazioni *made in Italy*, sono state 166 (un numero di poco superiore rispetto a quello registrato nell'anno 2017) e il controvalore che si è potuto registrare è pari a 57 miliardi di €. È chiaro che questo risultato sia nettamente positivo rispetto all'anno precedente grazie alla chiusura di alcuni dei più importanti *deal* di questi ultimi anni.

³⁶ KPMG, *Nel 2018 mercato a due velocità: dopo una buona partenza rallentamento nel secondo trimestre*, <https://home.kpmg/it/it/home/media/press-releases/2019/01/2018-mercato-italiano-fusioni-e-acquisizioni.html>, luglio 2019;

³⁷ KPMG, *Rapporto M&A 2018: i mega deal infiammano il mercato delle fusioni*, <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2019/07/rapporto-kpmg-mergers-acquisitions.html>, luglio 2019.

Infine, per quanto concerne le operazioni organizzate da parte di *players* esteri e per lo più ambientate nel contesto socio-economico italiano, i risultati mostrano un grande traguardo: 278 operazioni chiuse, per un controvalore pari a 18,4 miliardi di € (rispettivamente 266 *deal* pari a 23 miliardi di € per il 2017). È interessante notare che il settore del *gaming* risulta essere tra i più interessati da questa tipologia di operazioni.

Direzione operazioni						
Direzione	2016		2017		2018	
	# Operazioni	€ mld	# Operazioni	€ mld	# Operazioni	€ mld
E/I	261	20	266	23	276	18,4
I/E	165	12	159	9	166	57,0
I/I	403	26	392	15	440	16,0
Totale	829	58	817	46	882	91,4

Fonte: KPMG, Mercato M&A in Italia: il rapporto KPMG Corporate Finance, 2018

Occorre ora eseguire una riflessione sulla capacità dell'Italia di attrarre investimenti dall'estero, che decretano anche il numero di acquisizioni e fusioni che avvengono all'interno del Paese. Tale *skill* ovviamente non è innata e non resiste al mutamento dei tempi. Infatti, la capacità in parola dipende da diverse variabili, le quali vengono considerate in qualità di input all'interno dell'indice dell'AIBE (Associazione Italiane delle Banche Estere), la quale opera intensamente in collaborazione con l'Istituto del Censis.

È interessante notare che tale indice, l'AIBE Index, si è distinto per una modesta crescita nel 2018, giungendo ad un picco di 43,3 punti mentre il medesimo aveva raggiunto soltanto 40,3 punti nel 2017. Per tale motivo, l'Italia è collocata all'ottavo posto su dieci della graduatoria dei Paesi più attrattivi. Il dato, pur senza essere stato ancora confermato, sembra poi essere stato oggetto di una leggera flessione, passando a 42,9 punti pur mantenendo la medesima posizione, in base a quanto accaduto nel secondo semestre 2018 e i primi mesi del 2019³⁸.

Si può di conseguenza constatare che l'Italia cresce in termini di attrazione per gli investitori dal 2017, ma si rilevano ancora molte complessità che scoraggiano gli investimenti esteri e che pertanto definiscono tali risultati come non particolarmente convincenti a classificare tale Paese tra i più virtuosi. Tale affermazione spinge a ritenere che sono necessarie delle misure di correzione in modo da rendere il Paese un potenziale

³⁸ La Mia Finanza, *Aibe Index: l'Italia perde attrattività per gli investitori esteri*, <https://www.lamiafinanza.it/it/news/in-primo-piano/61659-aibe-index-l-italia-perde-attrattivita-per-gli-investitori-esteri>, agosto 2019.

destinatario anche di operazioni di tipo *greenfield*. Esse sarebbero sicuramente proficue per arricchire il tessuto economico e sociale poiché darebbero origine a nuove risorse³⁹.

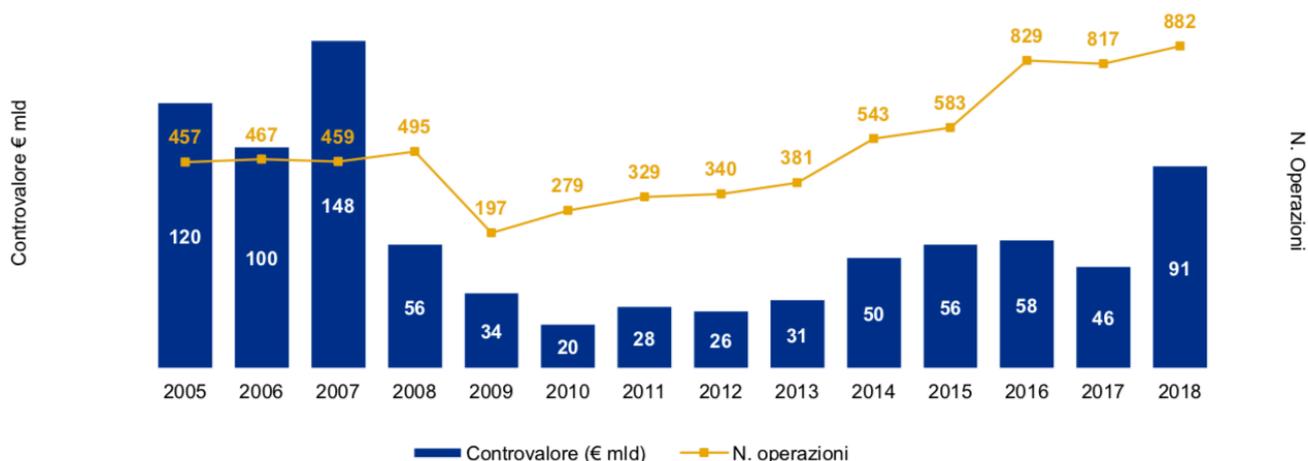
Complessivamente, si può ragionevolmente sostenere che il 2018 sia stato un anno positivo, sebbene vi siano state registrate alcune criticità.

La situazione particolarmente difficile ha spinto alcuni studiosi a definire il sistema di scambi di questo anno come un “mercato con due facce e due velocità” (KPMG 2019). Durante l’evoluzione delle operazioni commerciali e finanziarie del 2018, si è notato che il numero complessivo di operazioni M&A concluse si assesta a 882 *deal*, collezionando un +8% rispetto alle 817 operazioni del 2017 e un controvalore pari a 91,4 miliardi di €, il doppio rispetto al risultato antecedente⁴⁰.

In tale scenario, al fine di dare significato ai numeri registrati, si osserva l’incidenza di due grandi operazioni, che hanno avuto senz’altro effetti determinanti nelle statistiche appena accennate.

Infatti, le operazioni in oggetto si sono sostanziate nella fusione tra Luxottica ed Essilor, pari a 25 miliardi di €, e l’acquisizione del gruppo spagnolo Albertis da ACS ed Hochtief (veicolo del Gruppo italiano Atlantia), pari a 16,5 miliardi di €. Le due operazioni presentate pesano sul valore M&A italiano per il 46%.

Il mercato italiano è stato definito “a due velocità” in quanto le operazioni registrate hanno riguardato, in particolar modo, i primi mesi del 2018⁴¹, a cui ha fatto seguito un significativo rallentamento.



Fonte: KPMG, Mercato M&A in Italia: il rapporto KPMG Corporate Finance, 2018

Occorre ora porre l’attenzione sulla circostanza secondo la quale le operazioni di M&A hanno interessato e coinvolto costantemente tutte le diverse industry. L’intensità di tale tipo di incidenza è stata di grado differente in base al periodo di tempo preso in esame e, di conseguenza, ai trend storici. L’analisi dei macro-

³⁹ RankingItalia, Aibe Index: l’Italia guadagna attrattività per gli investitori esteri, <http://www.rankingitalia.it/aibe-index-litalia-guadagna-attrattivita-per-gli-investitori-esteri/>, agosto 2019;

⁴⁰ Nel 2016, le operazioni di M&A registrate in Italia sono state 829, per un controvalore pari a 57,9 miliardi di €, fonte KPMG Rapporto Mergers & Acquisition (2016);

⁴¹ Totale valore registrato nel primo semestre del 2018: 30,5 miliardi di €.

settori implicati deve considerarsi particolarmente interessante in quanto capace di estrapolare le informazioni utili in merito allo sviluppo e al cambiamento dei settori di sbocco ritenuti maggiormente attrattivi per tali strategie.

La valutazione storica del mercato italiano, e l'analisi di ciò che è accaduto nella realtà sostanziale degli ultimi venti anni, con particolare riferimento alle operazioni di M&A poste in essere in tale periodo, suggerisce di identificare un *fil rouge*, un filo evolutivo dell'economia italiana.

Sulla base del volume dei processi acquisitivi, si possono riconoscere in primo luogo macro-settori con crescita intensa o stabile. Tuttavia, vi sono anche macro-settori in declino e, ovviamente, settori che si contraddistinguono per un andamento costante all'interno del mercato.

Esaminando il periodo intercorso tra il 1994 e il 2017, si evince come lo scenario del mercato M&A si sia notevolmente evoluto. Durante il primo biennio, tali operazioni riguardavano per lo più le *industry* attinenti alla telecomunicazione, al turismo e alle *Utilities*; dall'inizio degli anni Duemila il focus si è spostato sui servizi bancari e finanziari e i valori più alti sono stati registrati negli anni 2008/2009, che hanno rappresentato il massimo dello splendore di tale decennio⁴².

Il *Financial Services* si è confermato per attività M&A anche negli anni seguenti. Nel 2016 ha registrato il 34% del valore complessivo del mercato italiano, con un valore di 19,6 miliardi di €, diminuito nel 2017 a 17 miliardi di €, interessando il 37% del mercato complessivo. Tale tendenza muta nel 2018, a causa di rallentamenti dovuti all'assenza delle principali banche nel mercato M&A, comportando anche una riduzione del controvalore complessivo del comparto, sebbene non vi siano specifici dati al riguardo.

Analizzando le evoluzioni degli altri macro-settori, tra il 2016 e il 2017, le operazioni di acquisto e fusione non hanno più interessato imprese appartenenti ai medesi settori economici.

Settori di attività delle società acquisite	
2016	2017
Financial Services: 19,6 miliardi di €	Financial Services: 17 miliardi di €
Consumer Markets: 11 miliardi di €	Industrial Markets: 7,9 miliardi di €
Support Services & Infrastructure: 8,1 miliardi di €	Support Services & Infrastructure: 7,6 miliardi di €
Industrial Markets: 8,1 miliardi di €	Energy & Utilities: 7,4 miliardi di €
Energy & Utilities: 6,4 miliardi di €	Consumer Markets: 5,1 miliardi di €
Telecommunication Media & Technology: 4,6 miliardi di €	Telecommunication Media & Technology: 1,3 miliardi di €

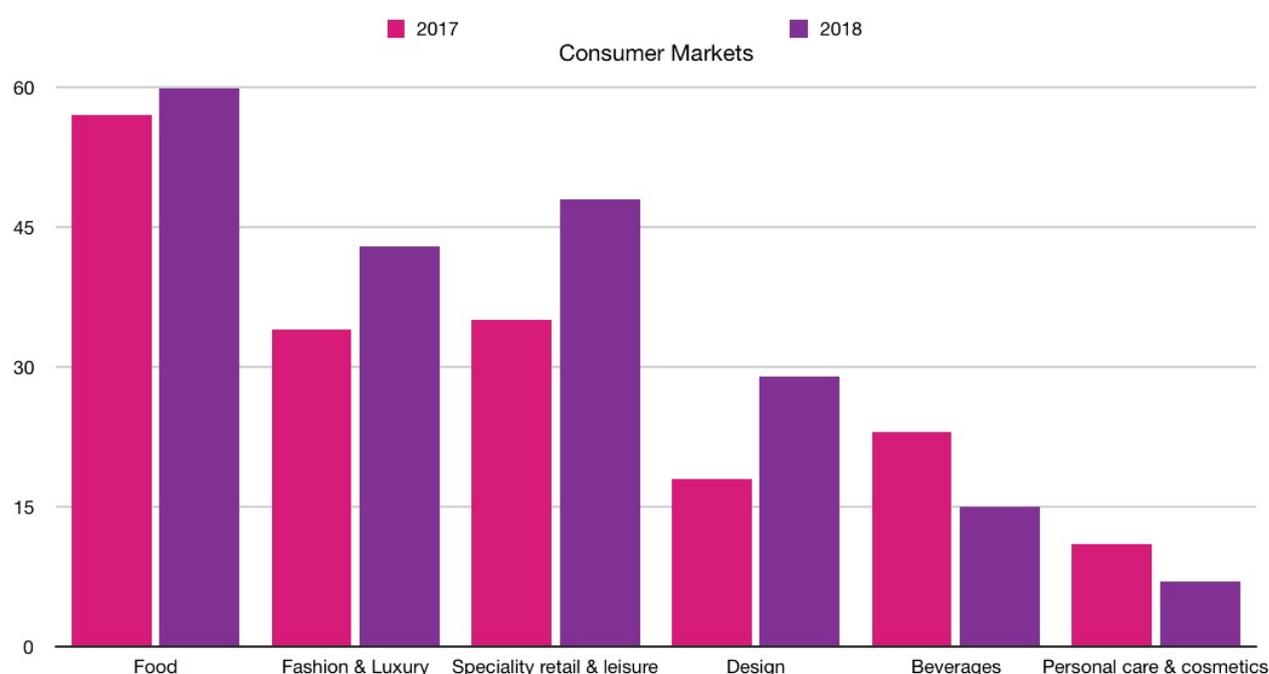
Fonte: KPMG, Mercato M&A in Italia: il rapporto KPMG Corporate Finance, 2018

⁴² Capasso A., Meglio O., *Fusioni e acquisizioni. Teorie, metodi, esperienze*, FrancoAngeli, Milano (2010).

Il *Consumer Markets*, pur assestandosi al secondo posto di attività delle aziende acquisite nel 2016 e al quinto posto nel 2017 (come in tabella), rimane in testa delle classifiche di entrambi gli anni, in qualità di primo contributore del mercato italiano per volumi, rispettivamente con 238 e 245 operazioni.

Anche nel 2018, il settore del *Consumer Markets* ha registrato risultati rilevanti, così come evidenziato nello studio condotto dalla società di consulenza PwC, PricewaterhouseCoopers, sui *trends M&A 2018 in Italia*⁴³. Nonostante il timore di un calo nelle operazioni M&A, infatti, sono state 202 le operazioni annunciate e che hanno interessato tale macro-settore, in particolare il *Food* si è particolarmente confermato come settore trainante con 60 accordi, di cui 38 domestici, 16 con investitori esteri e 6 con investitori italiani verso il mercato estero.

Immediatamente successivi al settore del *Food*, si possono individuare i settori del *Fashion & Luxury*, *Speciality retail & leisure*, *Design*, *Beverages* e *Personal care & cosmetics*.



Fonte PwC: Consumer Market, Italy, M&A Trends, 2018

2.2 I players italiani e le relative strategie sul piano internazionale

Le strategie di internazionalizzazione delle imprese qualificano le aziende operanti nell'attuale periodo storico e caratterizzano le strategie di sviluppo che queste adottano, nonché la conformazione dei mercati. In

⁴³ PwC, *Consumer Market, M&A, Italy, Trends 2018*, Report (2019).

siffatto scenario, le imprese italiane, soprattutto quelle di media dimensione, si uniscono al mercato M&A diventandone parte attiva, nonché esempio di successo.

Come anticipato, le imprese italiane si contraddistinguono per una dimensione ridotta; le PMI italiane compongono la maggior parte del tessuto economico imprenditoriale del Paese, seguendo in molti casi una conformazione di tipo familiare.

Nonostante il ruolo cruciale di quest'ultime per l'economia italiana, le PMI non hanno la possibilità di godere di un adeguato sostegno istituzionale e di idonei supporti di accesso al credito. È chiaro che tali ostacoli limitino il forte potenziale di crescita.

Secondo una ricerca effettuata dall'Istituto della Banca d'Italia, infatti, le PMI risultano riscontrare maggiori difficoltà di accesso al credito non solo a causa della loro instabilità finanziaria ma anche a causa di un ridotto interesse da parte del sistema bancario a fornire loro i fondi necessari.

Il principale limite, o svantaggio, che scaturisce da una dimensione medio-piccola, è, per tale ragione, peculiare all'aspetto economico finanziario; le risorse finanziarie a disposizione risultano ridotte e queste limitano le strategie di crescita adottabili.

Approfondendo tale aspetto, si riconosce anche un'elevata e connaturale avversione al rischio. Occorre notare che a tale elemento si aggiunge, specie nel caso di impresa familiare - in cui chi gestisce la società è anche proprietario della stessa - il rischio di compiere scelte strategiche non efficienti a causa del forte legame emotivo all'azienda e alla famiglia; talvolta i legami emotivi spingono a compiere delle scelte di investimento non supportate da opportune motivazioni economiche.

D'altra parte, la piccola e media dimensione dona all'azienda un alto livello di flessibilità, che certamente non si ravvisa nelle imprese più grandi. Questo aspetto, fondamentale in un ambiente dinamico, si traduce nella capacità di poter mutare più velocemente di altri, seguendo o anticipando i trend di mercato.

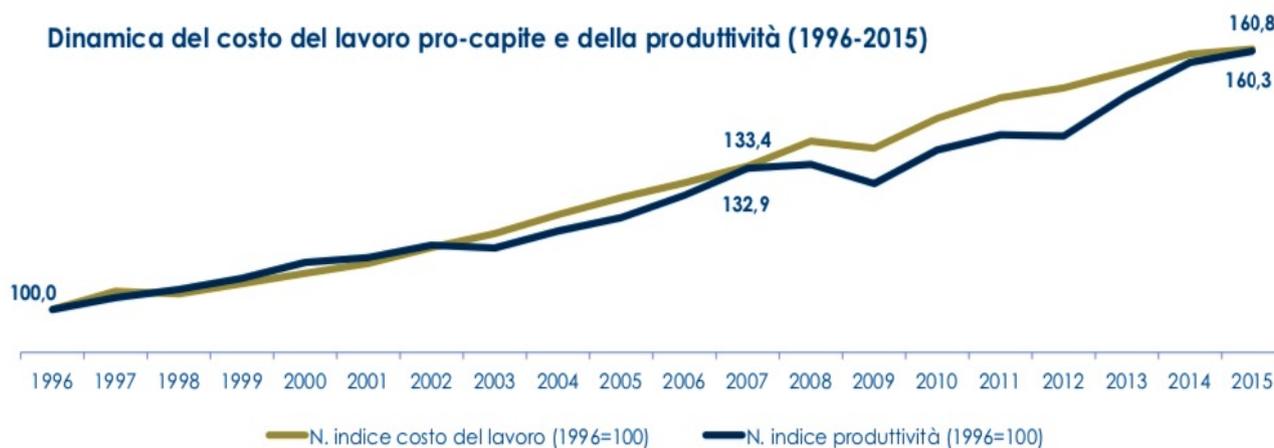
Inoltre, in tali aziende predomina una prospettiva di lungo periodo, che limita eventuali atteggiamenti egoistici e di breve periodo dei manager aziendali e porta l'azienda a costruire relazioni salde, basate sulla fiducia tra i diversi *stakeholder*, riducendo asimmetrie informative e costi di agenzia⁴⁴.

Infine, secondo una ricerca ad opera di Mediobanca pubblicata nel 2018, le medie imprese rappresentano anche un modello più inclusivo e sostenibile in relazione ai *partner* interni aziendali. Tale tesi è stata appurata dall'osservazione di un ridotto divario economico, in termini di reddito medio, tra imprenditore e dipendenti rispetto a realtà aziendali più strutturate. È opportuno rilevare, in tal senso, che l'imprenditore tipicamente autofinanzia la propria attività con le risorse da essa generate, favorendo la crescita della sua "seconda famiglia" (Mediobanca 2018).

⁴⁴ Barbaresco G., *Le medie imprese italiane: sintesi di cosa sono state, congetture su cosa saranno*, Area Studi Mediobanca, Baveno (2018).

A conferma di tale analisi, si riconosce come le medie imprese manifatturiere siano riuscite a raggiungere un buon equilibrio tra la profittabilità del business e la compartecipazione dei risultati economici con i propri *stakeholder*, nel caso di specie la forza lavoro⁴⁵.

Dinamiche del costo del lavoro pro-capite e della produttività (1995-2015).



Fonte: *Le medie imprese italiane: sintesi di cosa sono state, congetture su cosa saranno*, Area Studi Mediobanca, Baveno, 2018

Nell'economia europea e globale, le aziende italiane sono diventate dei *players* importanti, grazie a realtà strutturate, storicamente internazionali. In tale ottica, occorre tenere conto anche della spinta sovranazionale che negli ultimi tempi ha caratterizzato le PMI, nel caso specifico delle medie imprese. Queste ultime, infatti, hanno dimostrato di saper sfruttare le opportunità economiche, superando in modo propositivo i limiti strutturali, apportando valore nel tessuto economico italiano e diventando un modello di successo da esportare nel mondo⁴⁶.

Lo sviluppo della media impresa italiana nel contesto nazionale, e successivamente in quello internazionale, ha sancito l'inizio di un nuovo modello di capitalismo, definito "quarto capitalismo"⁴⁷. Con tale termine si indica quel particolare periodo storico in cui si individua un nuovo protagonista in grado di dare slancio all'economia del Paese. Tale novità trova la sua giustificazione nell'irrecuperabile declino dell'idea di poter sfruttare una compagine industriale formata da tante grandi imprese in qualità di forza trainante del sistema

⁴⁵ Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018);

⁴⁶ Deaglio M., *L'Italia che cresce in Europa*, https://www.lastampa.it/opinioni/editoriali/2019/05/30/news/l-italia-che-cresce-in-europa-1.33705675?refresh_ce, luglio 2019;

⁴⁷ Tale terminologia richiama e si differenzia dal "primo capitalismo", inerente alla nascita dei primi grandi gruppi industriali all'inizio del Novecento, dal "secondo capitalismo", nato negli anni Trenta con le industrie pubbliche, e dal "terzo capitalismo", il protagonismo dei distretti industriali originatosi negli anni Settanta.

economico nazionale; questo fattore è stato poi arricchito dalla presa d'atto dei limiti dei distretti nei mercati internazionali, formati a loro volta da piccole realtà imprenditoriali.

In tal modo, la media dimensione aziendale è divenuta la forma tipica di *business model* italiani di successo capaci di riassumere e integrare i benefici e i vantaggi della piccola e grande dimensione, quali flessibilità, innovazione, creatività, spirito imprenditoriale, eccellenza tecnologica e di prodotto.

I summenzionati *business model*, inoltre, grazie alle loro innate caratteristiche, nascono a forte vocazione internazionale e hanno la capacità di agire in tutti i settori del made in Italy, così da poter essere definiti delle “multinazionali tascabili”⁴⁸. La loro caratteristica essenziale è la capacità di insediarsi in nuovi mercati attraverso gli strumenti economici e giuridici delle *joint-venture*, operazioni di M&A o investimenti diretti di tipo *greenfield* al fine di avvicinarsi alle esigenze di una nuova domanda.

Negli ultimi anni, le medie imprese hanno dimostrato un forte interesse anche per mercati emergenti e geoculturalmente lontani, come l'Asia, il Golfo Arabo e il Sud America. In particolare, queste operazioni sono state poste in essere per la maggior parte da imprese operanti nel cd. settore del lusso accessibile, orientate alla realizzazione di prodotti made in Italy di qualità medio-alta, per cui il consumatore estero è disposto a pagare un *premium price*.

Riconoscendo, in sostanza, le medie imprese italiane come *players* emergenti all'interno del contesto internazionale, si procede all'analisi delle strategie da esse adottabile in qualità di esempio italiano.

Le strategie internazionali, dal punto di vista dell'orientamento strategico, possono essere scomposte in quattro diversi orientamenti:

- Ai volumi. Si amplia il mercato di vendita al fine di sfruttare mercati esteri in crescita, utilizzando le medesime competenze. Tale strategia viene generalmente attuata al fine di raggiungere economie di scala o per compensare la saturazione del mercato interno;
- All'efficienza. L'opportunità di poter ridurre i costi di produzione e approvvigionamento o di poter utilizzare incentivi pubblici offerti in un dato Paese spinge alla delocalizzazione di strutture o fasi operative aziendali in mercati emergenti e a basso costo;
- Alla differenziazione. Mira al raggiungimento di nuovi mercati geografici sensibili al *business* in oggetto, sfruttando la medesima nicchia di mercato in un contesto più ampio e seguendo strategie di focalizzazione su specifici target con prodotti altamente differenziati;
- All'innovazione. Rappresenta l'opportunità concreta di evoluzione e miglioramento aziendale in termini di *know-how*, competenze e risorse attraverso acquisizioni, accordi o *joint-venture* con realtà dotate di specifiche competenze, tecnologicamente superiori e/o complementari⁴⁹.

⁴⁸ Resciniti R., Matarazzo M., in Caroli M., *Gestione delle imprese internazionali*, McGraw-Hill Education, Milano (2016);

⁴⁹ Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018).

Le medie imprese, in sostanza, godono di condizioni vantaggiose in quanto capaci di raccogliere l'eredità del *made in Italy* e di esportarlo al di fuori dei confini nazionali.

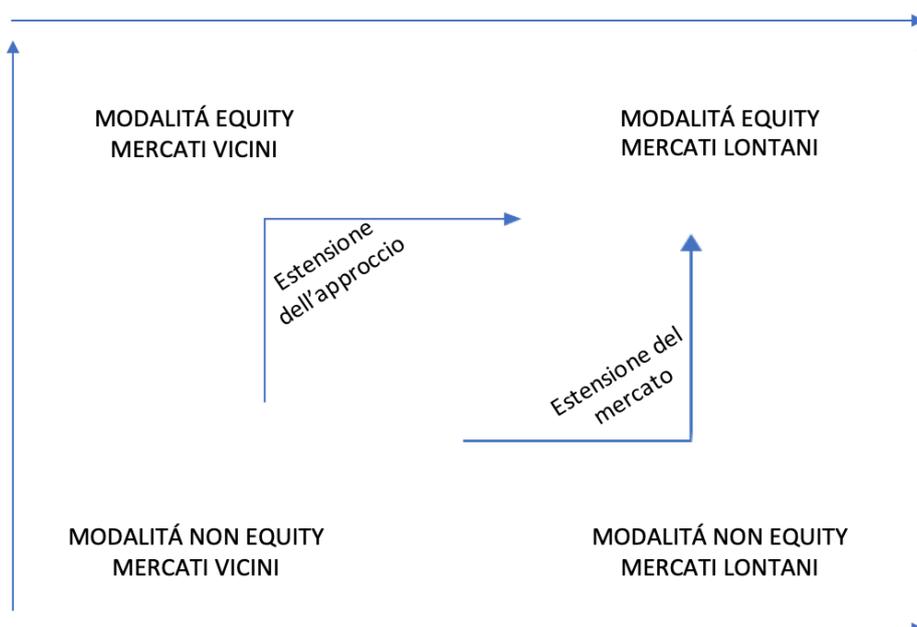
Le logiche manageriali italiane, però, hanno dovuto subire un vero e proprio mutamento per giungere a questo traguardo. Difatti, fino a pochi anni fa, molti imprenditori italiani mostravano un forte scetticismo dinanzi alle molteplici opportunità offerte dai mercati esteri, limitandosi a operazioni basate su partnership con operatori esteri.

Gli accordi commerciali con *partner* stranieri potevano essere considerati come la decisione più facilmente perseguibile e meno dispendiosa senza riconoscere il reale valore di altre modalità di entrata, come nel caso delle operazioni di M&A, ritenendo gli investimenti poco redditizi⁵⁰.

Gli studi condotti nell'ultimo periodo sono riusciti a vincere tale sfida, riconoscendo tali operazioni come opportunità da cogliere per poter competere su mercati aventi oramai dimensione globale.

Naturalmente, nella logica espansionistica, ciascuna aziende deve valutare la strategia che meglio si adatti alla propria struttura imprenditoriale e all'obiettivo che si intende perseguire; l'acquisizione internazionale è solo una delle modalità da considerare.

La modalità di entrata influenza le prospettive e i risultati futuri aziendali in combinazione con la scelta del mercato in cui operare. In generale, il posizionamento di un'azienda in procinto di internazionalizzarsi può essere rappresentato dalla Matrice Modalità/Mercati, strumento utile che mette in relazione i principali input e fattori che costituiscono la base di una strategia di espansione internazionale.



Fonte: Resciniti e Matarazzo (2012)⁵¹

⁵⁰ KPMG, *Le aziende che fanno M&A creano più valore*, <https://home.kpmg/it/it/home/media/press-releases/2016/06/le-aziende-che-fanno-m-a-creano-piu-valore.html>, 2016.

La matrice, rappresentata a uso esplicativo, presenta due dimensioni.

La prima inerente alla modalità di entrata nel Paese estero, utilizzando capitale proprio (modalità equity), in cui si annoverano le acquisizioni estere e in generale tutti gli IDE e le *joint-venture*, o quella utilizzando capitale non proprio (modalità non equity), in cui rientrano gli accordi commerciali, quali di *licensing*, *franchising*, etc.

La seconda dimensione fa riferimento al Paese target che può essere “vicino” o “lontano” all’impresa in esame, valutandone non solo la prossimità territoriale ma anche quella culturale.

I mercati geoculturalmente vicini sono quei Paesi che non differiscono dal mercato locale, motivo per cui può generalmente essere mantenuta, o al più adattata, la strategia aziendale locale. Al contrario, i mercati geoculturalmente lontani rappresentano una sfida più complessa in quanto spesso costringono l’impresa a riorganizzare le proprie risorse e a ridefinire le strategie da adottare.

Come presentato in precedenza, il processo di definizione e implementazione di una strategia aziendale si basa sulla possibilità di creare un vantaggio strategico che può dipendere dalla disponibilità di accesso a nuove e/o strategiche risorse e dallo sfruttamento di vantaggi cd. *place specific*.

Come enunciato nella letteratura a cura di Resciniti R. e Matarazzo M. (2012), l’impresa che decide di internazionalizzare dispone di quattro differenti alternative di internazionalizzazione basate sulla combinazione delle dimensioni esaminate (come rappresentato nella Matrice).

Il modello di internazionalizzazione più accessibile è rappresentato dal quadrante in basso a sinistra, che risulta antitetico al quadrante in alto a destra, quale modalità di internazionalizzazione più complessa e dispendiosa. I fattori di rischio, difatti, in tale quadrante sono legati sia alla modalità di entrata, utilizzando capitale proprio e quindi massima esposizione al rischio da parte dell’impresa, sia al mercato di riferimento; non solo lontano geograficamente ma anche culturalmente.

La lettura della Matrice, oltre che in chiave statico/sincronica, può essere effettuata anche in chiave dinamico/diacronica.

Secondo tale ultima concezione, si riconosce la possibile evoluzione del comportamento aziendale in virtù di un processo di espansione affrontato per gradi. Nascono, in tal modo, due percorsi affrontabili; il primo attraverso una “estensione dell’approccio” (da modalità non equity a modalità equity) e il secondo attraverso una “estensione del mercato” (da mercati vicini a mercati lontani).

In ogni caso, la teoria così enunciata, sottolinea l’intenzione del management aziendale di cercare un equilibrio tra l’impresa e il mercato internazionale volto a cogliere le opportunità di business e il miglioramento delle performance aziendali in base alle risorse di cui si dispone e di quelle offerte dal mercato internazionale.

⁵¹ Caroli M. *Gestione delle imprese internazionali*, McGraw-Hill Education, Milano (2016).

Le strategie di internazionalizzazione risultano essere peculiari all'azienda che le adotta, variando da settore a settore.

Le piccole e medie imprese, quale pilastro del sistema produttivo italiano, raggiungono ottimi livelli di performance anche all'estero. L'Italia, secondo le statistiche pubblicate all'inizio dell'anno 2019 dall'Ocse, nonostante uno stallo nella crescita del Pil, risulta fortemente trainata dalle esportazioni, dal consumo privato e dagli investimenti pur riscontrando rallentamenti per le ultime due componenti elencate⁵². Per quanto concerne l'export, al contrario, questo appare stabile e l'Italia risulta essere il Paese con il maggior numero di PMI⁵³ manifatturiere esportatrici nel mondo, generando un valore economico tra i più alti in senso assoluto⁵⁴.

Particolare merito viene riconosciuto alle medie imprese manifatturiere⁵⁵, per cui l'Italia diviene terzo Paese esportatore tra i Paesi Ocse, mentre le precedenti due posizioni della classifica sono occupate dagli Stati Uniti e dalla Germania.

Nonostante il trend secondo cui le medie imprese preferiscano modalità legate all'export, non mancano evidenze sulla capacità di sostenere in maniera profittevole strategie basate su investimenti diretti esteri e acquisizioni. Molto sono le medie imprese che costituiscono le proprie sedi produttive al di fuori dei confini nazionali realizzando anche nuovi prodotti per tali territori.

L'auspicabile mutamento dell'approccio utilizzato in caso di internazionalizzazione di impresa (da modalità non equity a quella equity) deve essere considerato in base alle reali e concrete risorse di cui dispone l'azienda per far fronte ad un investimento di tal tipo. I vantaggi raggiungibili possono essere annoverati in un maggiore radicamento nel territorio destinatario dei prodotti esportati e nelle logiche di *cost-saving*. Considerato ciò, si può asserire che il risultato positivo dei processi di internazionalizzazione dipende in primo luogo dall'efficacia delle strategie di entrata adottate; inoltre da una minuziosa e ponderata valutazione delle finalità da perseguire, dei mercati di sbocco e delle modalità di ingresso in un contesto globale in cui anche la media impresa sfida e compete con i giganti di settore.

⁵² Teleborsa, Rapporto Italia, Ocse: "Pil -0,2% nel 2019 +0,5% nel 2020. Tiene export", <https://www.teleborsa.it/News/2019/04/01/rapporto-italia-ocse-pil-0-2percent-nel-2019-0-5percent-nel-2020-tiene-export-85.html#.XZo5iS1aY1J>, giugno 2019;

⁵³ Imprese caratterizzate da un numero di addetti che varia da 10 a 49 unità;

⁵⁴ Dati Ocse 2015 – Fortis M., *Sorpresa anche le PMI prime nell'export*, <https://www.ilsole24ore.com/art/sorpresa-anche-pmi-prime-nell-export-AEu6ShtG>, giugno 2019;

⁵⁵ Imprese caratterizzate da un numero di addetti che varia da 50 a 249 unità.

2.3 Le acquisizioni dall'estero tra crescita e declino industriale

L'Italia negli ultimi anni ha recuperato attrattività per gli investitori esteri, secondo le stime ufficiali. I dati e le statistiche precedentemente riportati⁵⁶ rappresentano un Paese in crescita in termini di investimenti sia in entrata che in uscita con una predominanza dei primi sugli ultimi per il biennio 2016/2017.

Il risultato in controtendenza dell'anno 2018 è causato dalla conclusione di alcuni importanti *deal* le cui iniziative sono però da spalmare anche sugli anni precedenti che portano tale risultato a dover essere inquadrato in un contesto più ampio.

L'Italia, nei *ranking* internazionali, che misurano l'attrattività dei Paesi nel mondo, gode di posizioni generalmente buone e in crescita rispetto agli anni precedenti, difatti, volendo citarne solo alcuni, oltre al già menzionato AIBE Index, si annovera che:

- Il World Investment Report, 2018 dell'UNCTAD, posiziona l'Italia al 19° posto tra i Paesi più attrattivi al mondo per investimenti prodotti durante il biennio 2015/2017⁵⁷;
- Il Global Attractiveness Index 2018, elaborato da The European House - Ambrosetti, colloca l'Italia al 16° posto tra i Paesi con maggiore capacità di attrarre gli Investimenti Diretti Esteri;
- Lo studio del Brand Finance, in collaborazione con la FDI Intelligence e il Financial Times, pone il valore del brand "Italia" all'8° posto della classifica dei "Top 20 Most Valuable Brands"⁵⁸ per reputazione e forza del marchio-Paese all'interno dei mercati internazionali, mostrando miglioramenti sia in termini di *brand value* (da 2,034 miliardi di USD a 2,214 miliardi di USD) che di *brand rating* (da A+ ad AA-) e posizionandosi davanti a USA e Giappone⁵⁹.

Si evidenzia che tali indici non sempre presentano una fotografia coerente con la realtà macroeconomica del Paese, in quanto spesso formulati sulla base di dati non oggettivi e volti all'analisi e al confronto della percezione del mercato su un dato territorio.

Tenendo in considerazione quanto scritto, nonché la tendenza degli italiani ad essere uno dei popoli più critici al mondo e le imprescindibili conseguenze (anche negative) sulla visione degli investitori esteri, si asserisce che l'Italia potrebbe, in effetti, caratterizzarsi di una situazione oggettivamente migliore di quanto fin ora presentato.

⁵⁶ Vedesi cap. 2.1;

⁵⁷ L'Italia durante il biennio 2015/2017 ha attratto investimenti per ca. 59 miliardi di USA, mentre nel biennio 2012/2014 sono stati registrati investimenti per ca. 47 miliardi di USD;

⁵⁸ Nel 2017, l'Italia occupava il 9° posto della medesima classifica;

⁵⁹ Ministero degli Affari Esteri e della Cooperazione Internazionale,

https://www.esteri.it/mae/it/politica_estera/diplomaziaeconomica/cosa-facciamo/attrazione-investimenti-diretti/l-italia-nei-ranking-internazionali.html, luglio 2019.

Come evidenziato, il risultato positivo di una delle operazioni rientrante nella più generica categoria degli Investimenti Diretti Esteri è frutto di strategie aziendali volte all'accrescimento del valore interno e dell'efficienza dei processi, le quali sono ponderate su specifici fattori di rischio.

Quanto presentato, si concretizza nell'istante in cui il Paese scelto vanta realisticamente specifiche risorse e opportunità che possono essere al meglio sfruttate dall'azienda. In tal modo, spesso, dall'analisi dei vari mercati geografici, si realizza un disallineamento tra ciò che chiedono gli investitori e ciò che un Paese può offrire, tanto più è elevato lo scarto, tanto più il Paese valutato non risulta essere valido.

In generale un Paese viene valutato in base a specifici fattori che possono essere considerati più o meno discriminanti nella scelta. Tra i principali fattori, come riportato anche da Guido Rosa con incarico di Presidente presso l'AIBE, si collocano: il sistema fiscale, il carico normativo - burocratico, la flessibilità del mercato, il sistema bancario, le infrastrutture e a seguire altre connotazioni facenti riferimento alle risorse umane e similari.

Per quanto riguarda l'Italia, nonostante la prevalente percezione positiva riscontrata dagli investitori, si evince che essa si basa sulla bontà di fattori che generalmente non sono considerati come determinanti, quali la presenza di un sistema bancario solido, le infrastrutture, ma soprattutto la qualità del capitale umano, identificata come vera risorsa del Paese.

Al contrario, sono stati riconosciuti come elementi critici e limitativi delle scelte di investimento il sistema fiscale, il carico normativo – burocratico, la gestione dei tempi della giustizia civile e l'incertezza del quadro politico a fronte delle elezioni tenutesi nel 2018.

In sostanza, la valutazione positiva del Paese Italia si basa sulle competenze delle risorse umane e sulla tradizione del *made in Italy* che riesce ancora a riscuotere successo e a dare fiducia all'estero, mentre gli aspetti negativi corrispondono a quei fattori sufficienti ma in tal caso non necessari alla validazione del mercato estero⁶⁰.

Ciò che fuoriesce da tale analisi è che si ravvisa una generale esigenza di riforme a supporto del Paese e del tessuto economico imprenditoriale, in particolare si necessitano cambiamenti riguardanti il sistema burocratico e fiscale, la giustizia e la produttività, incognite che “limitano e ostacolano lo sviluppo economico e l'integrazione sociale” (Rosa, Presidente AIBE).

Secondo molti studiosi, il sistema economico industriale italiano dipenderà dall'impatto che avranno i prossimi investimenti esteri sul territorio locale, anche in caso di mere operazioni di acquisto.

⁶⁰ RankingItalia, Aibe Index: l'Italia guadagna attrattività per gli investitori esteri, <http://www.rankingitalia.it/aibe-index-litalia-guadagna-attrattivita-per-gli-investitori-esteri/>, agosto 2019.

Tale processo, già attivo da svariati anni, coinvolgerà diversi *stakeholder*, partendo dalle imprese fino ai consumatori. Difatti, qualsiasi operazione di tal tipo produce degli effetti che possono avere risvolti sia negativi che positivi per i diversi soggetti coinvolti.

Ad esempio, negli IDE rientrano gli investimenti di tipo *greenfield* i quali, rappresentando degli investimenti ex novo, producono nuove risorse nel territorio in cui vengono insediati, maggiore indotto, nuova ricchezza e auspicabilmente nuove opportunità lavorative; per tale motivo tale tipologia di investimento è auspicabile rispetto all'investimento di tipo *brownfield*, il quale spesso comporta un mero cambio di proprietà, ma anche nuove risorse introdotte in azienda e altrettanto auspicabilmente *performance* migliori nel tempo. Naturalmente, il cambio di proprietà comporta che le scelte aziendali, dipendendo da altri vertici, seguano diversi vincoli e approcci⁶¹.

Eclatante e significativo, in tal senso, è stato il caso italiano di Embraco. Questo esempio racchiude in sé i risvolti contraddittori che possono scaturire da un'acquisizione *cross-border*, ovvero il raggiungimento di risultati positivi nei primi anni trascorsi dalla conclusione dell'operazione, la conseguente inversione di tendenza dei valori che diventano negativi, fino alla scelta di delocalizzazione dell'attività per ragioni di *cost-saving* in un altro Paese estero, la Slovacchia.

La risonanza dell'evento ha richiesto l'intervento del Ministero dello Sviluppo Economico d'Italia a supporto dei sindacati e dei 417 lavoratori che avevano ricevuto lettera di licenziamento, definendo in ultima istanza un accordo di cessione di ramo d'azienda appartenente a Embraco a favore dell'azienda Ventures Production, società israelo-cinese, lasciando l'attività nel medesimo territorio, al fine di procedere al riassorbimento a scaglioni dell'ex personale aziendale⁶².

Il ruolo centrale del Governo e delle relazioni istituzionali sembra quindi essere sempre più predominante; ciascun soggetto pubblico dovrebbe riconoscere quali possano essere i rischi di operazioni di tal genere ma al tempo stesso adottare manovre e misure che donino "plusvalore al territorio rendendo possibile tenere in patria il governo del processo di crescita per acquisizioni e del gruppo che ne scaturisce"⁶³.

Nello scenario di chi vende e chi compra, per molto tempo si è parlato di depauperamento del tessuto industriale italiano a causa del continuo acquisto di aziende italiane da parte di investitori esteri.

Il successo dei prodotti locali sui mercati internazionali, il riconoscimento del valore qualitativo e tecnico del capitale umano e la forza dei *brand made in Italy*, capaci di spingere e influire sul mercato (spinta di tipo *pull*) continuano ad attrarre l'attenzione di grandi gruppi industriali esteri e dei fondi finanziari che

⁶¹ Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018);

⁶² Today – Economia, *Embraco, fine del calvario: salvi sito e 417 lavoratori*, <http://www.today.it/economia/embraco-lavoratori-salvi.html>, agosto 2019;

⁶³ Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018).

riconoscono nelle realtà italiane delle fonti di investimento proficue, “dall’exportazione dei prodotti si arriva a quelle delle imprese” (Barbaresco, Matarazzo e Resciniti 2018).

L’industria italiana si caratterizza per un insieme di punti di forza a cui si riconoscono altrettante negatività; la grande reputazione ed esperienza conquistata in specifici settori, ad esempio nei settori delle “3F” - *food, fashion e forniture* – si accompagnano alla fragilità dettata dalla piccola dimensione.

Dinnanzi ad una realtà di siffatte caratteristiche, le analisi in questione riportano due visioni contrastanti.

La prima, che potrebbe essere considerata ottimista, riconosce che la grande attenzione degli investitori esteri si basa sul persistente riconoscimento del valore del *made in Italy* e della tradizione manifatturiera che permea la cultura italiana.

Le alte aspettative degli acquirenti, la generale volontà di conservare sul territorio locale le realtà aziendali, soprattutto in caso di alta qualità e reputazione, permette la realizzazione di alti controvalori nelle operazioni e il raggiungimento, quindi, di migliori *performance*.

In cornice, si riconosce che, data la fragilità finanziaria di molte imprese italiane di successo, queste per massimizzare il proprio valore, o al contrario, per evitare il collasso dell’attività, necessitano di maggiori afflussi di capitale e tale richiesta potrebbe effettivamente essere esaudita dagli investitori esteri.

La domanda che in tal caso ci si dovrebbe porre è: le aziende originariamente italiane di successo manterrebbero tale status se fossero private dei capitali esteri?

Certamente, se vi fosse un reale sostegno locale, la risposta sarebbe forse banale ma ad oggi tale questione rimane aperta.

La seconda considerazione, in netto contrasto rispetto alla prima, considera il fenomeno acquisitivo delle imprese italiane come una minaccia e come la prova del declino industriale e imprenditoriale del territorio. L’espiazione delle imprese locali risulta antitetico alla fama e al successo che le caratterizza, ma si traduce come frutto dell’assenza di poli di settore (come nel caso della Germania) capaci di attrarre investimenti *ex novo* e non mere acquisizioni.

In tal modo, un tessuto imprenditoriale poco coeso, formato da una moltitudine di piccole realtà e pochissimi grandi attori, diviene sfruttabile da coloro che sono capaci di investire e di acquisire attraverso offerte di capitali che non possono essere rifiutate per diverse ragioni⁶⁴.

Per quanto concerne le grandi realtà, tra cui si annoverano Barilla, Ferrero e Luxottica (di grande respiro internazionale e in alcuni casi protagoniste di importanti *deal cross-border* degli ultimi anni⁶⁵), queste

⁶⁴ B Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all’estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018).

operano all'interno del mercato in modo individuale e spesso trasferiscono le sedi amministrative e fiscali in Paesi esteri in cui i costi del "fare impresa" risultano essere esponenzialmente ridotti.

Probabilmente, rientrando in un'ottica puramente di mercato, ritenere che vi possano esistere solo prede e predatori appare lontano dagli schemi che governano il mondo economico.

Nella realtà dei fatti, il mercato M&A è anche esso un luogo in cui si incontrano domanda e offerta, che sia internazionale o locale; volendo non considerare le operazioni di acquisizione ostile, alla richiesta di acquisto corrisponde un'offerta di vendita.

Un'azienda potrebbe essere soggetta ad un'offerta di acquisto sia in caso di crisi che in caso di successo.

Per quanto concerne il primo caso, la vendita dell'organizzazione può essere l'unica soluzione adottabile da un management che ha cura della propria realtà imprenditoriale; in caso di crisi, nel momento in cui la realtà aziendale sta affrontando una fase molto critica del suo ciclo vitale e per impedirne il conseguenziale fallimento, è preferibile allentare la presa.

L'obiettivo principale di qualsiasi azienda è la sopravvivenza e a volte questa può essere garantita soltanto attraverso il passaggio di proprietà, totale o parziale.

In altri casi, un'offerta di acquisto può sopraggiungere anche quando l'azienda risulta essere florida, presentandosi, in tal modo, come un ulteriore fonte di investimento per l'imprenditore da cui ricavare profitto⁶⁶.

Naturalmente, nella realtà delle cose, le operazioni di M&A non rientrano tutte nella prima o nella seconda categoria, vi possono essere molte sfumature e sfaccettature diverse.

Il giudizio complessivo sul fenomeno delle M&A in Italia non può essere formulato se non attraverso un'attenta analisi dei diversi casi; le motivazioni, le modalità e i risultati periodici di un'operazione di tal genere dovrebbero essere minuziosamente analizzati per costruire una conoscenza approfondita.

Ciò che appare lecito chiedersi è se, nel momento in cui vi è il passaggio di proprietà in mano straniera, l'azienda continua a perseguire i tradizionali valori, se vi è apporto di nuovo *know how*, innovazione e maggiore cultura imprenditoriale e se vi è stato un generale miglioramento delle condizioni economiche e sociali in cui permea l'azienda.

Si evince, infatti, che soprattutto per realtà con una base già internazionale, come quelle aventi siti produttivi esteri, può essere adottata altra strategia che persegue diversi obiettivi di efficienza economica. In tal senso, il caso Embraco non risulta l'unico esempio da poter richiamare.

⁶⁵ Ad aprile 2019 è stato annunciato un nuovo accordo di acquisto da parte del gruppo Ferrero SpA riguardante alcuni rami produttivi appartenenti alla società americana Kellogg's, nonché un ampio portafoglio di brand nella categoria dei biscotti;

⁶⁶ Vignotto P., *Imprese italiane, ma solo di nome*, <https://www.informazionezenzafiltro.it/impres-italiane-ma-solo-di-nome-e-una-brutta-cosa/>, agosto 2019.

La teoria secondo cui le acquisizioni all'estero possano innescare un processo di crescita virtuoso in grado di coinvolgere l'intero Paese e i diversi *stakeholder*, nonché incrementare le performance di altre aziende locali sui mercati internazionali attraverso l'indotto creatosi, rimane ancora da appurare.

Essa stride con la minaccia di una lenta espoliazione del patrimonio industriale e culturale del *made in Italy* caratteristiche di un Paese che non riesce a creare campioni di settore ma in cui le medie aziende di successo riconoscono limiti di governance, mettendo in crisi le proprie capacità competitive.

La lista delle aziende originariamente italiane passate sotto la proprietà estera è lunga ed è interessante notare come esse appartengono ai settori più disparati, includendo necessariamente anche coloro i quali portano avanti il valore del *made in Italy*.

Di grande clamore è stata la recente acquisizione di maggioranza da parte del gruppo americano di moda Michael Kors Holding Ltd della casa di moda italiana Gianni Versace avvenuta nel corso del secondo semestre del 2018. Con la chiusura dell'accordo, il gruppo americano ha modificato il nome societario in Capri Holding di cui la famiglia Versace ne mantiene una quota di minoranza.

Naturalmente le ragioni di tali modifiche sono da rintracciarsi in quello che è un tentativo strategico di legare saldamente il gruppo alla solida reputazione del *made in Italy* in ambito *fashion*, nonché assicurare il mercato e mantenere alto il rapporto di fidelizzazione⁶⁷.

Un altro *brand* con forti connotati italiani, quale l'azienda Peroni, nel 2016 è stata acquisita dal gruppo sudafricano SABMiller plc per poi passare definitivamente al gruppo giapponese Asahi nel medesimo anno. Altri esempi rilevanti possono essere fatti risalire fin dagli anni 90', periodo storico in cui è iniziato il fenomeno di importanti operazioni di M&A riguardante aziende italiane⁶⁸:

Settore *fashion*

- La Perla, azienda di *lingerie* di lusso, a seguito di vari passaggi di proprietà, nel 2018 è stata acquisita integralmente dal fondo olandese Sapinda Holding B.V.;
- Gucci, azienda di moda acquisita dal gruppo francese Kering di alta moda nel 2004, proprietario anche di altre realtà italiane quali Bottega Veneta, Brioni e Pomellato;
- Loro Piana, azienda di moda acquisita all'80% dal colosso francese LVMH nel 2013, unendosi ad un portafoglio di *brand* a forte connotazione italiana, tra cui spiccano Bulgari, Fendi e Pucci.

Settore *food*

- Amedei, azienda di cioccolato artigianale acquisita dal fondo cinese Octopus Europe Limited nel 2015 per poi ritornare in Italia sotto la proprietà dell'azienda Ferrarelle SpA nel 2017;

⁶⁷ C.A.F., *Da Versace a Gucci: tutti i marchi della moda venduti all'estero*, <https://www.ilsole24ore.com/art/da-versace-gucci-tutti-marchi-moda-venduti-all-estero-AEZWgm6F>, agosto 2019;

⁶⁸ Pisciotto I., *Tutti i brand made in Italy finiti in mano straniera (ultimo Magneti Marelli)*, https://www.agi.it/economia/made-in-italy/magneti_marelli_brand_made_in_italy-4517977/news/2018-10-23/, agosto 2019.

- Gancia, casa vitivinicola acquisita dal gruppo russo Russkij Standard nel 2011;
- Grom, azienda produttrice gelato artigianale acquisita dalla società multinazionale olandese-britannica Unilever plc nel 2015, titolare di un portafoglio *brand* costituito da più di 400 aziende.

Settore dei trasporti e *automotive*

- Italo Nuovo Trasporto Viaggiatori, azienda di trasporti acquisita integralmente dal fondo statunitense Gip nel 2018;
- Lamborghini, azienda automotive di lusso acquisita dalla casa automobilistica tedesca Audi nel 1998;
- Ducati Motor Holding SpA, casa motociclistica italiana acquisita da Lamborghini Automobili SpA nel 2012.

Settore delle telecomunicazioni

- Telecom Italia, azienda TLC acquisita dalla società francese Vivendi Sa nel 2016 attiva nel campo dei media e delle telecomunicazioni;
- Wind, azienda TLC acquisita al 100% da una società cinese Ck Hutchison nel 2018.

3.1 Il brand equity aziendale: assets e possibili evoluzioni in un'operazione cross-border

Le operazioni di M&A sono operazioni di natura straordinaria, le quali, come riportato, sono supportate da meticolose analisi volte alla valutazione della profittabilità dell'investimento.

La letteratura odierna riconosce esplicitamente i fini di questo tipo di operazioni e li enuncia, nella maggior parte dei casi, come tentativi di appropriazione e sottrazione di risorse competitive. In particolare, si intende far riferimento a tecnologie, prodotti, canali di distribuzione, quote di mercato⁶⁹, ma anche risorse immateriali come la *brand image* e la reputazione aziendale⁷⁰.

Ciascuna fase delle operazioni di acquisizione risulta essere critica e fondamentale per la sua buona riuscita. Sul punto occorre considerare che, una volta terminata la fase di negoziazione, la fase di post-acquisizione diviene cruciale.

Sulla base di quanto detto, le imprese acquirenti tendono a concentrare le proprie attenzioni e i propri sforzi su questioni di carattere interno, riconsiderando la struttura dei costi, i flussi di cassa attesi e, in generale, le performance economiche e finanziarie a seguito dell'investimento. In questo modo, però, è evidente che sussiste il rischio di perdere il focus fondamentale di tutta l'operazione: il consumatore.

La valutazione del successo di un'acquisizione è dettata certamente dalla risposta del consumatore, il quale può subire un processo di disorientamento e incertezza legato ai nuovi e potenziali sviluppi del brand acquisito, specialmente in caso di operazione *cross-border*⁷¹. Tale aspetto è stato per molto tempo considerato secondario rispetto ad altre tipologie di valutazioni, concernenti, più nello specifico, caratteri puramente economici piuttosto che legati ad una prospettiva di marketing.

Durante la fase di post-acquisizione, ciascuna azienda affronta un alto rischio di perdita della quota di mercato; in alcune fattispecie, si può ragionevolmente sostenere che anche i consumatori con un più alto livello di fidelizzazione devono essere stimolati e accompagnati durante tale trasformazione⁷².

Come dimostrato dagli studiosi Homburg e Bucerius (2005) le performance legate al mercato si dimostrano come cruciali nel perseguimento dei risultati economici sperati, tanto da acquisire maggiore importanza rispetto a logiche manageriali di *cost-saving*.

⁶⁹ Schweizer L., *Organization integration of acquired biotechnology companies into pharmaceutical companies: the need for a hybrid approach*, Academy of Management (2005);

⁷⁰ Gubbi S. Aulakh P. Ray S. Sarkar M. Chittoor R., *Do international acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value? The case of Indian firms*, Journal of International Business Studies (2010);

⁷¹ Homburg C. Bucerius M., *A marketing perspective on merger and acquisitions: how marketing integration affects post-merger performance*, Journal of Marketing (2005);

⁷² Bakier M. Shelton M., *Keeping your sales force after the merger: merging companies should look to the revenues, not just their costs*, The McKinsey Quarterly (2005).

Data la copiosa letteratura in merito alle valutazioni strettamente economiche circa le operazioni di M&A⁷³, appare doveroso uno spostamento del soggetto di analisi. Occorre, infatti, trasferire il punto focale della prospettiva dall'impresa al consumatore, traducendosi nello studio del successo delle acquisizioni internazionali attraverso diversi e nuovi parametri legati al comportamento del consumatore e alle sue intenzioni di acquisto⁷⁴.

Solo negli ultimi anni sono stati approfonditi siffatti temi ed è stato conferito il giusto rilievo ad una delle sfide più grandi che un'azienda coinvolta in un'operazione M&A possa avere, ossia la *customer retention* (KPMG 2010). Da tale constatazione, si riconosce ampio spazio di manovra a nuove ricerche che abbiano come soggetto principale il consumatore.

Alla base degli studi sull'atteggiamento del consumatore vi è un concetto fondamentale da cui dover partire, ovvero che ciascun consumatore riconosce un determinato valore ai *brand* presenti sul mercato e in base a ciò instaura una relazione più o meno profonda.

Il valore di un marchio, definito come *brand equity*, è un concetto multidimensionale che fa riferimento agli *assets* immateriali dell'impresa, attivi e passivi, e si basa sulla conoscenza di un *brand*, nonché su uniche associazioni impresse nella memoria di un dato mercato che si aggiungono (o sottraggono) al valore generato dal prodotto e/o servizio offerto⁷⁵.

Gli *assets* del *brand equity* sono alla base della capacità di creazione del valore dell'azienda e questi possono essere identificati in diversi fattori, tra cui quelli autorevolmente individuati da Aaker nel 1991⁷⁶:

- *Brand loyalty*;
- *Brand awareness*;
- *Perceived quality*;
- *Brand association*;
- *Other proprietary brand assets*.

Calcolare il *brand equity* aziendale non è un'operazione semplice. Tale affermazione si giustifica dalla considerazione secondo cui la sua multidimensionalità e la non oggettività dei fattori non permettono un risultato univoco e concreto. Nonostante tale fattore di incertezza, svariate ricerche hanno individuato le tre

⁷³ Balducci D., *La valutazione dell'azienda*, FAG (2006);

⁷⁴ Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018);

⁷⁵ Barwise Patrick, *Brand Equity: Snark or Boojum?*, International Journal of Research in Marketing, <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/016781169390036X>, (1993);

⁷⁶ Aaker D.A., *Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand Name*, The Free Press, New York (1991).

dimensioni più facilmente controllabili, riconosciute rispettivamente in “*brand loyalty*”, “*brand association*” e “*perceived quality*”⁷⁷.

Brand loyalty

La *brand loyalty* è considerata come un fattore fondamentale nella stima del *brand equity* per la sua capacità di trasformarsi in profitto. Quanto più è profondo il legame tra un consumatore e un dato marchio, tanto più egli sarà portato a ripetere l'azione di acquisto nel tempo, risultando scoraggiato nel rivolgersi verso altri *brand* presenti sul medesimo mercato.

In tal caso, si evidenzia come la lealtà del consumatore porta alla costruzione di una barriera tra il *brand* scelto e i *competitors*, fungendo anche da solida base a qualsiasi logica di *premium price*.

La costruzione di un alto livello di fidelizzazione con il mercato è un obiettivo che ciascuna azienda cerca di raggiungere.

È evidente che tale operazione comporta il sapiente utilizzo di specifici strumenti di marketing, i quali conducono all'aumento dei *sunk costs* aziendali. Infatti, l'effetto del *brand loyalty* sulle spese sostenute in attività di promozione, fidelizzazione, e similari si dimostra essere critico in quanto mantenere salda la relazione con un cliente è sempre più costoso dell'attrarre un nuovo consumatore⁷⁸.

Perceived quality

La *perceived quality*, tradotta letteralmente in “qualità percepita”, può essere definita come la generale percezione della qualità, o anche superiorità, di un prodotto o servizio rapportato allo scopo o al bisogno che deve essere soddisfatto dal consumatore e rispetto a prodotti o servizi alternativi presenti sul mercato.

Le esperienze pregresse del consumatore e i peculiari bisogni che coltiva comportano la costruzione di una specifica idea inerente alla qualità del prodotto, influenzando a priori le sue prossime scelte di acquisto.

Come le altre dimensioni qui enunciate e afferenti al medesimo trinomio, anche la *perceived quality* non risulta essere una misura oggettiva; la sua importanza risiede nella capacità di accrescere la *customer satisfaction*⁷⁹.

Brand association

La *brand association* è definita come quell'insieme di immagini e ricordi attraverso cui il consumatore memorizza un dato *brand* nella propria memoria. Come enunciato da Keller, tale dimensione del *brand equity* può essere a sua volta scissa in tre principali categorie, concernenti⁸⁰:

⁷⁷ Schoker A.D. Weitz B., *A perspective on brand equity principles and issues*, Marketing Science Institute, Cambridge (1988).

⁷⁸ Wood L.M., *Dimensions of brand purchase behavior: consumers in the 18-24 age group*, Journal of Consumer Behavior (2001);

⁷⁹ Aaker D., *Measuring brand equity: across products and markets*, California Management Review (1996);

- *Gli attributi* che possono essere strettamente legati al prodotto, come ad esempio il prezzo. Essi possono essere parimenti vincolati ad altri fattori materiali o immateriali, come la personalità del *brand*, le emozioni e le esperienze vissute;
- *I benefici* che sono legati all'utilità del prodotto o servizio offerto, la quale può essere funzionale ma anche simbolica;
- *Le attitudini* determinate dalla valutazione complessiva del prodotto o servizio offerto dal *brand* sul mercato.

Le manifestazioni più importanti del *brand association* si esplicitano nell'ipotesi in cui il medesimo si lega a fattori immateriali e astratti del prodotto o del servizio. In tal modo, il consumatore riflette la medesima associazione anche su prodotti o servizi non ancora utilizzati del medesimo *brand*.

Tali associazioni, quando generatrici di immagini positive nella mente del consumatore, divengono uno strumento utile nelle mani delle aziende che vogliono adottare strategie di differenziazione e estensione del portafoglio prodotti.

In sostanza, si desume una correlazione positiva tra *brand loyalty*, *perceived quality*, *brand association* e *brand equity*: a un maggiore grado dei primi corrisponde un maggiore grado del valore complessivo del *brand* che gli viene attribuito dal consumatore⁸¹.

Il *brand equity* è, in tal modo, un valore soggettivo assegnato ad un'azienda operante all'interno del mercato. Esso è suscettibile di variazioni, mutamenti che dipendono dalle nuove esperienze del consumatore e dalle sue emozioni.

In alcune ipotesi, le operazioni di M&A, soprattutto in caso di operazioni *cross-border*, divengono operazioni di rottura degli equilibri di mercato e, di conseguenza, il consumatore viene sollecitato a riformulare anche il proprio legame con il *brand* oggetto dell'acquisizione.

Diviene quindi fondamentale per il management delle aziende coinvolte nella M&A di comprendere anticipatamente la reazione potenziale del mercato, al fine di poter attivare eventuali procedure e strategie che possano portare ad un accrescimento del valore della nuova realtà creatasi e non l'eventuale perdita di quota di mercato.

Valutare la complementarità delle realtà, anche dal punto di vista del cliente, dovrebbe essere un passaggio fondamentale nella valutazione delle prospettive di successo dell'operazione.

⁸⁰ Keller K.L., *Strategic Brand Management: Building, Measuring and Managing Brand Equity*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs (1998);

⁸¹ Ming Lee H. Chi Lee C. Chen Wu C., *Brand image strategy affects brand equity after M&A*, European Journal of Marketing (2008).

Difatti, in un processo di M&A, la peggiore strategia che può essere attuata è quella di non curarsi a dovere del processo di post-acquisizione e ritenere ancora che il *brand* acquirente e il *brand* acquisito siano due realtà a sé stanti e indipendenti⁸².

L'impresa acquirente potrebbe non incontrare un atteggiamento favorevole da parte del bacino di consumatori del *brand* acquisito, in quanto l'operazione in sé potrebbe essere riconosciuta, secondo la teoria psicologica della reattanza, come una minaccia alla loro libertà di scelta. La conseguenza più ovvia sarebbe un rifiuto della nuova realtà per cercare di ripristinare il proprio senso di indipendenza nelle scelte di acquisto⁸³.

D'altra parte, i consumatori potrebbero riconoscere l'operazione come favorevole nel caso in cui porti vantaggi all'impresa acquisita, mantenendo o migliorando determinati attributi del *brand*, quali ad esempio la qualità percepita.

3.2 Gli effetti delle acquisizioni internazionali: la prospettiva del consumatore

All'interno del mercato, l'acquisizione di un'azienda da parte di un'altra entità economica determina la nascita di una nuova organizzazione aziendale e l'avvio di un nuovo processo di identificazione per i consumatori⁸⁴.

Il potenziale mutamento dell'atteggiamento del consumatore dinnanzi ad un'operazione *cross-border* nei confronti dell'azienda acquisita, si pone come questione cruciale che deve essere analizzata affinché possano essere trovate delle soluzioni adatte a mitigare e a risolvere eventuali reazioni negative da parte del mercato; queste ultime potrebbero vanificare, infatti, gli obiettivi dell'operazione M&A.

Diversi studi hanno affrontato tale tematica, esaminando diverse condizioni e fattori che possono influenzare il giudizio del mercato. Inoltre, i medesimi hanno dimostrato empiricamente come la reazione del consumatore possa essere moderata attraverso specifiche leve sia di tipo endogeno, legate all'impresa, che di tipo esogeno, per poi fornire strumenti utili per i *management* aziendali.

⁸² Basu K., *Managing brand after mergers*, California Management Review (2006);

⁸³ Thobjornsen H. Dahlen M., *Customer reactions to acquirer dominant mergers and acquisitions*, International Journal of Research in Marketing (2011);

⁸⁴ Balmer J. Gray E., *Corporate identity and corporate communications: creating a competitive advantage*, Corporate Communication: An International Journal (2011).

Questi contributi teorici, molteplici nella specie, ma non ancora esaustivi nella forma, analizzano i diversi e molteplici *drivers* che possono agire sul brand equity aziendale, sul consumatore, e che decretano il successo o il fallimento di un'acquisizione aziendale.

Molte ricerche precedenti si sono largamente soffermate sulla forma che l'azienda deve acquisire a seguito di una M&A *cross-border* e sull'integrazione dei *brand* nella fase di post-acquisizione attraverso logiche strategiche, rimanendo silenti sulla reazione del consumatore⁸⁵.

Tale tema, pur non essendo nuovo in letteratura, è stato analizzato da diverse prospettive e questo contributo porta alla luce un risultato empirico inatteso.

Il richiamo al concetto di *brand ownership* richiede, tuttavia, una specificazione del suo significato. Esso fa riferimento ad uno stato psicologico in cui il soggetto palesa un legame possessivo rispetto ad uno specifico marchio, come se potesse esercitare un reale controllo sullo stesso. Si tratta, naturalmente, di un esercizio della proprietà fittizio, che evidenzia una forte affinità emotiva tra il consumatore e il *brand*.

Ricerche precedenti avevano rinvenuto che le persone con differenti livelli di *brand ownership* sviluppano differenti gradi di percezione di controllo dell'oggetto di possesso. In particolare, esse hanno suggerito che tale fattore influenza positivamente gli atteggiamenti degli stessi verso l'impresa; il senso di proprietà accentua il valore del *brand* e porta a un incremento della domanda sul mercato⁸⁶.

In caso di acquisizione aziendale, il sentimento di *brand ownership* del consumatore produce specifici effetti che non risultano essere sempre vantaggiosi per l'azienda acquirente.

La ricerca riportata dimostra infatti che le persone con un alto livello di *brand ownership* generalmente producono resistenza di fronte ai cambiamenti che riguardano il "proprio" *brand*, soprattutto nel momento in cui tale alterazione è inaspettata, indesiderata e non auto-indotta.

L'acquisizione comporta, dunque, una rottura della connessione emotiva tra il consumatore e il *brand*.

Al contrario, le persone con bassi livelli di *brand ownership*, grazie ad una lieve connessione emotiva con l'azienda, possono riconoscere meno rilevanza all'operazione di M&A e non mutare il proprio atteggiamento rispetto al *brand*.

Concludendo con i risultati della ricerca, è stato inoltre dimostrato come l'effetto negativo di un alto livello di *brand ownership* nell'atteggiamento del consumatore e nelle sue intenzioni di acquisto viene mitigato

⁸⁵ Epstein M., *The determinants and evaluation of merger success*, Business Horizons (2005);

⁸⁶ Fuchs C. Prandelli E. Schreier M., *The psychological effects of empowerment strategies on consumers product demand*, Journal of Marketing (2010).

dalla *country-disidentification* in caso questa risulti minima rispetto al Paese di origine dell'impresa acquirente⁸⁷.

Pertanto, quanto più il consumatore sarà affine culturalmente ed economicamente al Paese dell'azienda acquirente, tanto più tale fattore tenderà ad annullare, o ridurre, eventuali effetti negativi scaturenti dalla rottura del legame emotivo con l'impresa locale a seguito dell'acquisizione.

Da tale circostanza discende un ulteriore fattore fondamentale, che influenza i processi di M&A internazionali.

Supposto che l'azienda acquirente non si caratterizza solo da *assets* tangibili ma altresì da *assets* intangibili, la percezione della stessa è fortemente caratterizzata anche dall'influenza esercitata dall'immagine del Paese di provenienza.

Pertanto, se il Paese di origine gode di una buona reputazione, correlata alla qualità del prodotto, la *country-of-origin image (COO image)* produce un effetto persuasivo nei confronti del consumatore nel mantenere il legame con l'impresa locale acquisita⁸⁸.

La *COO image* è un fattore estrinseco del bene aziendale e produce effetti sulla percezione dei prodotti locali da parte del consumatore, nonché sulle tendenze di acquisto⁸⁹. In caso di *cross-border acquisition*, il mutamento della proprietà, da locale a straniera, porta il consumatore ad associare la nuova realtà ad una diversa *COO image*, influenzando sulla sua percezione del *brand*.

Molti studi empirici hanno dimostrato che la percezione del *brand* da parte del consumatore regredisce nel caso in cui si passa da un Paese con una maggiore *COO image*, legata ad una specifica categoria di prodotto, ad un altro con livelli associativi minori⁹⁰.

Inoltre, i consumatori risultano essere sensibili rispetto a specifiche tematiche legate ad aspetti macroeconomici del Paese; è noto infatti che il mercato sia maggiormente disposto a comprare prodotti provenienti da Paesi che sono economicamente sviluppati e politicamente liberi. L'evidente importanza di tale aspetto è evidenziato dall'attuale tendenza delle operazioni di M&A *cross-border* di coinvolgere imprese target localizzate in Paesi in via di sviluppo⁹¹.

Pertanto, per le organizzazioni situate in Paesi con un basso livello di *country-of-origin image*, è essenziale comprendere come tale immagine possa impattare sulle prospettive future dell'operazione.

⁸⁷ White K. Dahl D., *To be or not to be? The influence of dissociative reference groups on consumer preferences*, Journal of Consumer Psychology (2006);

⁸⁸ Ming Lee H. Chi Lee C., *Country-of-origin and brand redeployment impact after brand acquisition*, Journal of Consumer Marketing (2011);

⁸⁹ Knight J. Holdsworth D. Mather D., *Country-of-origin and choice of food imports: an in-depth study of European distribution channelgatekeepers*, Journal of International Studies (2007);

⁹⁰ Pappu R. Quester P.G. Cooskey R.W., *Country image and consumer-based brand equity: relationships and implications for international marketing*, Journal of International Studies (2007);

⁹¹ Heinberg M. Ozkaya H.E. Taube M., *A brand built on sand: Is acquiring a local brand in an emerging market an ill-advised strategy for foreign companies?*, Academy of Marketing Science (2015).

È importante quindi capire cosa si intende per *COO image* e di quali elementi si costituisce.

La *country-of-origin image* si basa sulla valutazione complessiva della qualità dei beni prodotti in un dato Paese e delle caratteristiche intrinseche della popolazione risedente. Questa, che sia ricondotta a un prodotto o a un *brand*, influisce sulla percezione del consumatore⁹².

I consumatori, come dimostrato in diversi studi empirici, preferiscono acquistare prodotti e/o servizi provenienti da Paesi con un alto livello di *COO image* in quanto questa può colmare eventuali *gap* di conoscenza inerenti a prodotti o *brand* stranieri; se il consumatore non ha familiarità con un dato bene o azienda, l'immagine del Paese diviene elemento di discrezionalità nella scelta.

Tre sono i possibili costrutti attraverso cui la *country-of-origin image* può essere scomposta⁹³:

- Proprietà generali del Paese (GCA);
- Proprietà generali del prodotto (GPA);
- Proprietà specifiche del prodotto (SPA).

Per quanto concerne il primo costrutto (GCA), esso è il frutto della percezione del consumatore avente ad oggetto un dato Paese. È importante sottolineare i fattori che incidono in modo decisivo su di essa, ossia la personale opinione o esperienza dell'individuo, il livello di educazione della popolazione, la capacità che a questi ultimi si attribuisce di produrre un prodotto di qualità, il sistema economico e politico e la cultura.

Le proprietà generali del prodotto (GPA), invece, attengono alla generale percezione della gamma di prodotti offerti in uno specifico Paese.

Infine, l'ultimo costrutto (SPA), è ricondotto all'immagine complessiva di una data *industry*, tenendo conto delle capacità di realizzazione del prodotto, di marketing e avviamento delle imprese⁹⁴. Svariati studi riportano che anche la *brand loyalty* varia in modo significativo in base alla nazione di provenienza del *brand* acquirente, nel caso in cui si tratti di uno specifico prodotto⁹⁵.

Ad esempio, la *COO image* gioca un ruolo fondamentale per quanto concerne il settore del lusso; la maggior parte dei *brand* di lusso sono difatti localizzati in determinate regioni del mondo, specialmente in alcuni Paesi europei che godono di alta reputazione. È chiaro che un *brand* europeo di lusso è simbolo di tradizione, esperienza, valori e competenze legate alla storia dell'intera Nazione⁹⁶. In tal caso, l'immagine

⁹² Knight G.A. Calanton R.J., *A flexible model of consumer country-of-origin perceptions: a cross-cultural investigation*, International Marketing Review (2000);

⁹³ Pappu R. Quester P.G. Cooksey R.W., *Consumer based brand equity and country-of-origin relationships: some empirical evidence*, European Journal of Marketing (2007);

⁹⁴ Yaprak A. Parameswaran R., *Strategy formation in multinational marketing, a deductive paradigm-integrating approach*, Advance in International Marketing (1986);

⁹⁵ Pappu R. Quester P.G. Cooksey R.W., *Consumer based brand equity and country-of-origin relationships: some empirical evidence*, European Journal of Marketing (2007);

⁹⁶ Aaker D.A., *Managing brand equity: Capitalizing on the value of a brand name*, The Free Press, New York (1991),

del Paese agisce da prova di autenticità e qualità del prodotto, influenzando positivamente il processo di acquisto⁹⁷.

Un ulteriore studio ha dimostrato che quando le operazioni di acquisizione *cross-border* vedono coinvolte due imprese provenienti da Paesi con il medesimo e alto livello di *country image* vengono prodotte delle sinergie positive che avvantaggiano la buona riuscita del processo⁹⁸.

In ultima analisi, la *country of origin* di un *brand* può essere scomposta in tre differenti effetti sul consumatore:

- Cognitivo, dovuto a considerazioni di natura razionale;
- Affettivo, basato su reazioni emotive;
- Normativo, fondato su riflessioni morali e regolamentazioni sociali o auto-imposte.

Tali effetti sono interconnessi gli uni agli altri in quanto il processo cognitivo porta il consumatore a mutare le proprie convinzioni, quello affettivo a mutare le proprie attitudine e infine il processo normativo definisce i comportamenti da assumere⁹⁹.

In tema di *cross-border acquisitions*, infine, non si può tralasciare l'immagine del *brand* stesso, quale principale fattore che agisce sulla percezione del consumatore.

Si deve rimarcare che la *brand image* è per definizione la percezione del *brand* frutto dell'immagine conservata nella memoria del consumatore. Questa si compone nei ricordi e nelle emozioni suscitate dall'azienda, impresse nella mente del soggetto fruitore dell'esperienza.

L'immagine che viene costruita, in tal modo, risulta essere unica; comparabile ma non uguale a quella realizzata su altri *brand*¹⁰⁰.

Inoltre, la *brand image* riguarda l'azienda nel suo complesso, non ha quindi legami con un prodotto specifico e non potrebbe essere differente, in quanto si basa sulle conoscenze e considerazioni personali del consumatore. Queste ultime risultano prodotte dall'analisi e dalla valutazione dei diversi attributi aziendali, che sono legati a fattori tangibili e intangibili.

⁹⁷ Chung K. Youn C. Lee Y., *The influence of luxury Brand' Cross-Border Acquisition on Consumer Brand Perception*, Clothing and Textiles Research Journal (2014);

⁹⁸ Lee J.K. Lee B.K. Lee W.N., *Country-of-origin fit's effect on consumer product evaluation in cross-border strategic brand alliance*, Journal of Business Research (2013).

⁹⁹ Verlegh P.W.J. Steenkamp J.B., *A review and metaanalysis of country-of-origin research*, Journal of Economic Psychology (1999);

¹⁰⁰ Faircloth J.B., *Factor influencing nonprofit resource provider support decision: applying the brand equity concept to nonprofit*, Journal of Marketing Practice and Theory (2005).

Tale immagine, positiva o negativa che sia, diviene un simbolo attraverso cui il consumatore ricorda e associa il *brand* sottostante, nonché una forma di garanzia sulle peculiarità del prodotto o servizio offerto.

Quanto più l'immagine del *brand* risulta essere positiva per un bacino di consumatori, tanto più il *brand* rinforza il proprio potere di mercato e viceversa.

In tal caso, risulta logico riconoscere come la *brand image* risulti determinante nel comprendere i processi di acquisto e i comportamenti dei consumatori¹⁰¹.

Quando un'operazione di acquisto riguarda due *brand* distinti in base ai diversi fattori di analisi, è necessario per i *manager* riconoscere i punti di divergenza e capire come le differenze di immagine tra di essi possano influire su ciascuna entità organizzativa. L'azienda acquirente, di conseguenza, necessita di un piano dettagliato del processo di migrazione del *brand* acquisito, assicurandosi che la compagine clientelare, con alti livelli di *brand loyalty*, resti fedele all'azienda¹⁰².

In generale, una positiva *brand image* comporta un miglioramento delle performance di mercato in termini di incremento della fedeltà clientelare che, oltre a portare il consumatore ad aumentare il proprio bacino di spesa e a essere disposto a pagare un *premium price* aggiuntivo, genera un positivo e influente *word-of-mouth*, importante leva di marketing¹⁰³.

Molte compagnie di successo, infatti, caratterizzate da una *brand image* non del tutto soddisfacente decidono di sfruttare le operazioni di M&A al fine di acquisire aziende con *brand image* superiore, migliorandone la propria e acquisendo maggiore potere di mercato¹⁰⁴.

In tal caso, la realtà acquirente dovrà sforzarsi nell'ottenere l'adesione da parte del mercato; compito non facile ma pienamente vincente in caso di buona riuscita.

Il mercato, d'altra parte, segue un determinato processo di comprensione e allineamento delle diverse percezioni dei due *brand*, che da entità distinte si fondono in una unica realtà.

In modo concorde alla Teoria dell'equilibrio, *The balance theory*¹⁰⁵, i consumatori valutano dapprima i punti di discordia tra le due realtà, per poi riconciliare i pensieri divergenti.

¹⁰¹ Burnmann C. Schaefer K. Maloney P., *Industry image: its impact on the brand image of potential employees*, Journal of Brand Management (2008);

¹⁰² Kumar S. Blomqvist K.H., *Mergers and acquisitions: making brand equity a key factor in M&A decision making*, Strategy & leadership (2004);

¹⁰³ Faircloth J.B. Capella L.M. Ahord B.L., *The effect of brand attitude and brand image on brand equity*, Journal of Marketing Theory and Practice (2001);

¹⁰⁴ Nguyen H. Kleiner B.H., *The effective management of mergers*, Leadership & Organizations Development Journal (2003);

¹⁰⁵ Dean D.H., *Associating the corporation with a charitable event through sponsorship: measuring the effects on corporate community relations*, Journal of Advertising (2002).

Tale processo diviene una scommessa per l'impresa, in quanto se il consumatore ha una percezione positiva del *brand* acquirente, egli adotterà un unico atteggiamento positivo, ma in caso contrario, egli potrà anche mutare la sua pre-esistente percezione del *brand* acquisito e giudicare entrambi negativamente¹⁰⁶.

Diversi livelli di *brand image* afferiscono a diversi livelli di *brand equity* in termini di intenzioni di acquisto e volontà del consumatore di corrispondere, per un dato prodotto, un prezzo più alto rispetto alla media.

Per tale motivo, ciascun *brand* persegue l'obiettivo di migliorare la propria immagine all'interno del mercato e in tal caso le operazioni di M&A risultano un utile strumento a disposizione delle organizzazioni aziendali. Acquisire un'azienda con una migliore *brand image* comporta un miglioramento dell'immagine dell'impresa fautrice dell'iniziativa, la quale ha la possibilità di rilevare netti miglioramenti nei livelli di *brand association* e *brand loyalty*.

Questi studi dimostrano come le aziende acquirenti dovrebbero porre maggiore attenzione sui reciproci effetti tra *brand ownership*, *country-of-origin image*, *brand image* e *brand equity*.

Difatti, come esaminato, questi fattori producono risultati più o meno rilevanti e tra loro combinati, che influiscono sulla generale percezione del valore del *brand* da parte del consumatore.

Ciascuno di questi effetti ha immediate ricadute sul comportamento di acquisto del mercato e naturalmente decretano le sorti delle operazioni di M&A di natura *cross-border* con possibile vanificazione degli sforzi effettuati dalle controparti.

3.3 Le implicazioni manageriali

Le operazioni di *cross-border acquisitions* sono dunque strategie adottate dall'azienda che intende perseguire obiettivi di crescita all'interno dello scenario imprenditoriale internazionale.

Come anticipato, uno dei più importanti vantaggi di tali iniziative è dato dal fattore tempo, in quanto una strategia di M&A permette di entrare in un determinato mercato in tempi contenuti e ridotti rispetto a strategie di espansione alternative. Queste, infatti, comportano processi di crescita interna, in generale lunghi e dispendiosi, volti allo sviluppo di risorse e competenze specifiche che possono essere utilizzate per entrare in altri mercati esteri.

¹⁰⁶ Lee H. Lee C. Wu C., *Brand image strategy affects brand equity after M&A*, *European Journal of marketing* (2008).

In tal modo, grazie ad un “semplice” investimento si può acquisire la totalità del *market share* dell’impresa target che si presuppone essere già competitiva.

Con tali premesse, l’atteggiamento positivo del mercato, e in primis del consumatore, risulta cruciale per il successo di suddette strategie di espansione internazionale e per un ritorno positivo dell’investimento effettuato¹⁰⁷.

Come riportato, molti studi empirici hanno analizzato i comportamenti del consumatore a seguito di M&A riconoscendo che questa può impattare sia positivamente che negativamente sul legame con il *brand*.

Le tre dimensioni del *brand equity* – *perceived quality*, *brand association* e *brand loyalty* – risultano pertanto sensibili a tali operazioni.

Difatti, per un *brand* a cui si attribuisce alto valore, una operazione di fusione o acquisizione comporta generalmente una significativa diminuzione del *brand equity*. Al contrario, per una realtà caratterizzata da un basso valore del *brand*, la stessa operazione può essere sfruttata per migliorare la propria posizione nel mercato¹⁰⁸.

Naturalmente, i manager aziendali possono intraprendere una serie di iniziative volte a contrastare gli effetti negativi delle M&A sul mercato. Queste sono dirette a stabilizzare il legame tra il consumatore e il *brand* acquisito, nonché a creare e rafforzare il legame con il *brand* acquirente.

In tale caso, ridurre al minimo il rischio di fallimento delle operazioni di acquisizione è un interesse comune per le imprese che le mettono in pratica e per tale motivo sono stati individuati specifici fattori su cui dover porre particolare attenzione.

È fondamentale che il consumatore continui a percepire il nuovo *brand* in modo “coerente” rispetto alla realtà aziendale pre-esistente, soprattutto in caso di fusioni o acquisizioni volte ad una totale integrazione delle organizzazioni coinvolte nell’operazione¹⁰⁹.

Volendo fornire un semplice esempio, qualsiasi *brand* può divenire un “segnale” volto a garantire un determinato livello di qualità del prodotto offerto, a prescindere dal fatto che il consumatore abbia o meno avuto una reale esperienza con l’azienda considerata o che la sua conoscenza del *brand* sia frutto della reputazione di cui l’azienda gode sul mercato.

Nel caso in cui il *brand* a seguito dell’acquisizione non riesca più a garantire il livello di qualità che lo ha contraddistinto, allora sarà destinato a perdere valore per il consumatore (questa analisi deve essere intesa

¹⁰⁷ Materazzo M. Lanzilli G. Resciniti R., *Acquirer’s corporate reputation in cross-border acquisitions: the moderating effect of country image*, Journal of Product & Brand Management (2018);

¹⁰⁸ Lee H. Lee C. Wu C., *Brand image strategy affects brand equity after M&A*, European Journal of marketing (2008);

¹⁰⁹ Pina J.M. Dall’Olmo R.F. Lomax W., *Generalizing spillover effects of goods and service brand extensions: a meta-analysis approach*, Journal of Business Research (2013).

presupponendo che, a seguito di operazioni di M&A, i consumatori risultano essere particolarmente sensibili rispetto a eventuali oscillazioni di prezzo¹¹⁰).

In tal modo, la buona qualità del prodotto, l'utilizzo efficace di una strategia di prezzo e l'impiego ottimale degli strumenti di marketing divengono essenziali per costruire e mantenere una buona immagine del *brand*. Se l'azienda acquirente possiede tali caratteristiche, avrà maggiori probabilità di successo nella fase di post-acquisizione¹¹¹.

Al fine di poter garantire un margine di successo che sia quanto più ampio possibile, l'impresa acquirente dovrebbe coinvolgere i consumatori nei propri processi decisionali al fine di ridurre la resistenza psicologica che può scaturire da tali iniziative.

La partecipazione attiva del consumatore diviene così un gesto di responsabilità nei confronti del consumatore, il quale viene riconosciuto come soggetto fondamentale, al centro delle iniziative imprenditoriali.

Nel caso in cui i consumatori sottolineino la loro resistenza all'iniziativa di acquisizione, l'azienda acquirente dovrebbe garantire un certo grado di indipendenza nella gestione dell'entità locale, diffondendo il messaggio che l'essenza del *brand* target non sarà soggetta ad alcun mutamento¹¹².

Le aziende necessitano di definire strategie di comunicazione efficaci per rassicurare il mercato sulle conseguenze dell'operazione *cross-border*. In particolare, si evidenzia l'efficace utilizzo di messaggi di *advertising* capaci di richiamare il legame sentimentale che lega il consumatore all'azienda, sfruttando l'emotività del consumatore.

Numerose ricerche hanno evidenziato l'efficacia di tali strategie di comunicazione che nel tempo portano ad una crescita della domanda sul mercato¹¹³.

In caso di acquisizione *cross-border*, inoltre, le aziende durante le fasi di pre e post-acquisizione potrebbero sfruttare i diversi strumenti di marketing, *above* e *below the line*, al fine di poter influenzare positivamente il

¹¹⁰ Clemente M.N. Greenspan D.S., *Keeping customers satisfied while the deal proceeds*, Mergers and Acquisitions, Oxford University Press (1997);

¹¹¹ Ming Lee H. Chi Lee C., *Country-of-origin and brand redeployment impact after brand acquisition*, Journal of Consumer Marketing (2011);

¹¹² Heinberg M., Ozkaya H. E., Taube M., *A brand built on sand: Is acquiring a local brand in an emerging market an ill-advised strategy for a foreign companies?*, Accademia del Marketing, Ricerca empirica (2016);

¹¹³ Hua Chang, Hyokjin Kwak, Marina Puzakova, Jisoo Park & Edith G. Smit, *It's no longer mine: the role of brand ownership and advertising in cross-border brand acquisitions*, International Journal of Advertising, 34:4 (2015).

generale atteggiamento del mercato; campagne di promozioni, eventi pubblici e similari capaci di enfatizzare i benefici sociali ed economici legati all'operazione¹¹⁴.

Infine, un peso di rilievo è affidato alle decisioni di *brand redeployment*, che riguardano in particolare la scelta di mantenere il *brand* acquisito come una realtà indipendente o totalmente integrata alla casa madre. Ciò si traduce in una vera e propria decisione strategica.

Storicamente molte aziende acquirenti hanno mantenuto il *brand-name* dell'impresa target, preservandone l'identità all'interno del mercato. Tale pratica risulta in linea con alcuni studi empirici che, in particolare, riconoscono fondamentale mantenere distinte le identità dei *brand* nel caso in cui gli stessi godano entrambi di un forte potere all'interno del mercato¹¹⁵. La suddetta tesi, però, appare in contrasto con un contrapposto orientamento, sostenuto da altri autori i quali riconoscono, nella medesima fattispecie, come maggiormente efficace una strategia di acquisizione dominante¹¹⁶.

In conclusione, molte possono essere le iniziative volte ad aumentare le possibilità di successo di un M&A e queste rimangono a disposizione di tutte le aziende presenti sul mercato che riconoscono la necessità di accompagnare il consumatore in un processo che, suo malgrado, può comportare incertezza e instabilità nel mercato.

In generale, esse si possono riassumere in pochi suggerimenti manageriali destinati a creare o a mantenere una migliore percezione della realtà post-acquisizione.

Primo tra tutti, le ricerche empiriche dimostrano risultati positivi in caso di non sostituzione della compagine manageriale del *brand* acquisito al fine di garantire coerenza nella direzione aziendale.

Inoltre, la creazione di un servizio *after-sales* efficiente può aiutare a promuovere un'immagine migliore del nuovo *brand*, aumentandone il valore percepito e la fiducia nello stesso.

E, infine, risulta fondamentale cercare di mantenere il legame con i consumatori, avvalendosi anche dei nuovi strumenti di marketing che permettono sempre di più una maggiore interazione tra imprese e consumatori¹¹⁷.

¹¹⁴ Shi T. Li J. Lim C., *Host country consumer's brand attitudes after cross-border acquisitions*, Journal of Product & Brand Management (2015);

¹¹⁵ Jaju A. Joiner C. Reddy S.K., *Consumer's evaluations of corporate brand redeployments*, Journal of Academy of Marketing Science (2006);

¹¹⁶ Kumar S. Blomqvist K.H., *Mergers and acquisitions: making brand equity a key factor in M&A decision making*, Strategy & leadership (2004);

¹¹⁷ Ming Lee H. Chi Lee C. Chen Wu C., *Brand image strategy affects brand equity after M&A*, European Journal of Marketing (2008).

4.1 Le variabili: distanza psichica, country image e brand reputation

Le *performance* post-acquisizione sono dunque strettamente connesse a variabili multiple che ne determinano la profittabilità; per tale motivo, la gestione delle stesse ha acquisito sempre più rilevanza all'interno delle realtà imprenditoriali.

Un ulteriore fattore d'influenza, cui precedentemente già si è fatto cenno, è dato dalla “distanza” tra i Paesi coinvolti nell'operazione di M&A, considerata fondamentale in virtù dell'influenza che esercita sulla possibile creazione di sinergie aziendali. Inoltre, è possibile notare che essa produce notevoli effetti anche sul possibile trasferimento della *corporate reputation* dall'azienda *target* a quella acquirente.

Il qui menzionato concetto di “distanza” non si riferisce a una mera distanza geografica. Esso considera le differenze culturali derivanti dalla diversa localizzazione fisica, che anche inconsapevolmente determinano una reazione del consumatore.

Come risaputo, la reputazione aziendale è un *asset* intangibile organizzativo, mentre la distanza culturale dipende dal Paese di provenienza e, entrambi i fattori, incidono sull'intenzione di acquisto del consumatore all'interno del mercato congiuntamente alla *country image*. In virtù di tali circostanze fattuali, un'elevata distanza tra il Paese dell'azienda *target* e quello di origine della sua omologa acquirente può comportare una reazione negativa del consumatore nel caso in cui il Paese della seconda risultasse essere culturalmente e psicologicamente lontano dal potenziale fruitore del prodotto e/o servizio offerto. Il rischio di effetti negativi sussiste nonostante la reputazione positiva del *brand*.

L'analisi empirica che seguirà è volta ad una maggiore comprensione degli effetti delle suddette variabili sul mercato, nonché sui risvolti e sull'efficacia dell'operazione di acquisto.

Al fine di procedere all'espletazione dell'analisi suddetta, occorre identificare le variabili utilizzate e i loro possibili contributi alle operazioni di M&A.

Corporate reputation

La *corporate reputation* fa riferimento alla considerazione di cui gode un'organizzazione in virtù della sua capacità di soddisfare le aspettative dei diversi *stakeholder* nel tempo¹¹⁸. Essa è la rappresentazione delle

¹¹⁸ Glossario Marketing, *Corporate reputation*, <https://www.glossariomarketing.it/significato/corporate-reputation/>.

azioni passate e delle aspettative future aziendali che si intrecciano tra loro, dando forma ad un'idea ben delineata del *brand*¹¹⁹ che può essere personale o condivisa su larga scala.

Si desume che la *corporate reputation* è duratura nel tempo, permea l'essenza del *brand* e può essere utilizzata come metro di comparazione tra due o più realtà aziendali.

La reputazione aziendale non deve essere confusa con il concetto di *brand image* e, a tal fine, il fattore tempo contribuisce a tracciare una netta distinzione tra le due fattispecie.

La costruzione di una solida e duratura reputazione aziendale, infatti, necessita di tempo affinché questa possa rimanere impressa nella memoria dei consumatori. Al contrario, l'immagine di un *brand* può mutare frequentemente e velocemente¹²⁰.

Inoltre, ulteriore differenza tra tali due aspetti è data dalla tipologia di *stakeholder* coinvolta nel processo di costruzione dell'immagine e della reputazione aziendale.

Per quanto concerno la prima, i protagonisti sono gli *stakeholder* esterni mentre per la seconda tutte le differenti categorie¹²¹.

La reputazione aziendale esercita un forte impatto sulle *performance* economiche e finanziarie aziendali, nonché sulla fedeltà della clientela e sulle intenzioni di acquisto e riacquisto; come molti studi hanno dimostrato, esiste un rapporto di positiva correlazione tra i diversi fattori.

Per tali motivi, si conferma il suo ruolo cruciale nelle acquisizioni *cross-border*. Essa è importante sia per quanto concerne l'azienda acquisita sia per ciò che riguarda l'acquirente.

In particolar modo, volendo considerare le M&A come operazioni volte all'acquisizione di un maggiore *market power* e *market share* e data la positiva reputazione dell'azienda target, dalla reputazione dell'azienda acquirente può dipendere la variazione della fedeltà del consumatore verso l'impresa locale e quindi il successo dell'M&A. Questa dipenderà, infatti, dalla percezione del consumatore circa le generali capacità dell'azienda acquirente di preservare e riprodurre gli originali attributi del prodotto e gli *assets* intangibili nella fase di post-acquisizione¹²².

Distanza culturale e psichica

Con particolare riferimento alla distanza tra Paesi, numerosi sono i costrutti a cui collegarsi che saranno ricondotti a due per esigenze esplicative: distanza culturale e distanza psichica.

¹¹⁹ Fombrun C.J., Shanley M., *What's in a name? Reputation building and corporate strategy*, Academy of Management Journal (1990);

¹²⁰ Deephouse D.L., *Media reputation as a strategic resource: An integration of mass communication and resource-based theories*, Journal of Management (2000);

¹²¹ Barnett M.L., Jermier J.M., Lafferty B.A., *Corporate reputation: The definitional landscape*, Corporate Reputation Review (2006);

¹²² Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018).

Il concetto di distanza culturale risale alla letteratura degli anni Ottanta, che ebbe Hofstede come uno dei suoi maggiori esponenti. Egli definì la cultura come “*the collective programming of the mind which distinguishes the members of one human group from another*”¹²³. Il medesimo autore è stato il promotore del primo studio avente ad oggetto le differenze inerenti la cultura organizzativa in virtù della provenienza geografica.

Il costrutto “distanza culturale”, emerso da tali studi, poggia su dimensioni multiple, che originariamente erano quattro per poi estendersi a sei:

- *Individualism Vs Collectivism*. Essa corrisponde all’analisi dell’indole individuale ad agire in modo indipendente o in qualità di membro di un determinato gruppo;
- *Power Distance*. Essa è definita come la capacità di accettare che il potere sia distribuito in modo non uniforme;
- *Masculinity Vs Feminism*. Si riferisce alla distribuzione dei ruoli all’interno dei sessi, addentrandosi nell’analisi dei valori che vengono riconosciuti come prettamente maschili o femminili;
- *Uncertainty avoidance*. Si intende la capacità di un individuo di tollerare o meno situazioni sconosciute;
- *Long term orientation Vs Short term orientation*. Riguarda i valori associati all’orientamento a lungo termine;
- *Indulgence Vs Restraint*. Si attribuisce alla capacità di accettare ed accogliere la libertà di agire.

Le dimensioni di Hofstede sono state utilizzate in qualità di strumento chiarificatore circa l’evoluzione di specifici fenomeni, quali ad esempio la relazione delle performance economiche con le diverse modalità di entrata nei mercati esteri, il successo o fallimento di accordi di varia natura e naturalmente delle operazioni di fusione e acquisizione.

In particolare, il costrutto ha permesso di porre in evidenza che la distanza culturale tra Paesi può compromettere i risultati delle operazioni di M&A, in quanto questa si traduce in ulteriori differenze che afferiscono a norme, processi, routine e a altri diversi aspetti legati al *management*, che caratterizzano ciascuna azienda posta sul mercato¹²⁴.

Come la storia insegna, l’integrazione culturale per antonomasia richiede numerosi sforzi per essere portata a termine in modo efficace ed efficiente; i costi e i rischi associati ad essa crescono progressivamente con l’aumento della distanza percepita. Di conseguenza, si riconosce l’esperienza internazionale come fattore

¹²³ Hofstede G., *Culture’s Consequences: International differences in workrelated values*, Beverly Hills, CA (1980);

¹²⁴ Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all’estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018).

capace di mitigare gli effetti negativi della distanza culturale poiché la maggiore consapevolezza circa le differenze tra Paesi permette di definire soluzioni sempre più idonee.

Gli studi riguardanti la distanza culturale risultano sottolineare l'importanza di riconoscere tale aspetto come fondamentale nei rapporti con aziende estere in quanto capaci di impattare sulle diverse dimensioni aziendali. I risultati, fino ad ora ottenuti, riportano una decisiva correlazione negativa tra distanza culturale e crescita del fatturato e dell'EBITDA nel periodo successivo alla *merger* (Barbaresco, Matarazzo, Resciniti 2018).

La distanza culturale, infatti, può divenire un fattore secondario solo nel caso in cui, nella fase di post-acquisizione, alle due realtà organizzative corrisponde un basso livello di integrazione. Al contrario, diviene fondamentale quando le stesse sono destinate a unirsi profondamente¹²⁵.

Confermando le tesi secondo cui la distanza culturale riveste un ruolo fondamentale negli studi riguardanti le acquisizioni internazionali, essa a sua volta appare come un dato oggettivo che non combacia pienamente con la prospettiva del consumatore, la quale in tale studio viene assunta come visione prospettica principale. Difatti, avendo posto al centro il consumatore, si necessita di un ulteriore esame del concetto di distanza, in tal caso, dal punto di vista psicologico.

La distanza psichica si basa sulla percezione del singolo consumatore ed è definita come “conseguenza delle differenze linguistiche e culturali che intercorrono tra soggetti di Paesi diversi¹²⁶”.

In siffatta ipotesi, quindi, è il consumatore a definire lo spazio che intercorre tra un Paese estero e il proprio, basandosi sulla capacità di identificarsi in quella data cultura o meno.

I contributi teorici, inerenti agli effetti della distanza psichica su operazioni di M&A internazionali, riportano che l'atteggiamento del consumatore può essere decifrato attraverso l'apporto di due teorie esplicative del comportamento umano, quali la teoria dell'identità, *The Social Identity Theory*, e la teoria della categorizzazione sociale (Tajfel e Turner 1979-2004).

Si ritiene, infatti, che ciascun consumatore tende ad identificarsi in determinati gruppi, gli *in-group*, e al contempo a evitare associazioni di qualunque tipo con altri, gli *out-group*, contraddistinti da accezioni negative.

Secondo tali teorie, ciascun Paese può essere riconosciuto come un *in-group* o un *out-group* in virtù della distanza psichica rilevata dal soggetto d'analisi.

¹²⁵ Matarazzo M., De Vanna F., Lanzilli G., Resciniti R., *Cultural distance, reputation transferability, and cross-border acquisitions: a consumer perspective*, Progress in International Business Research (2017);

¹²⁶ Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018).

Se il Paese dell'azienda acquirente è riconosciuto come un *out-group*, o un *dissociative group*, allora il consumatore probabilmente risponderà in maniera non positiva, rifiutando la *merger* e spezzando il proprio legame con l'azienda locale.

Nel contesto internazionale è, pertanto, ragionevole attendersi che tali percezioni possono impattare sull'atteggiamento del consumatore e, attraverso un effetto domino, sulla profittabilità dell'investimento dato dall'operazione acquisitiva.

Di conseguenza, diviene utile comprendere come i management aziendali possano far fronte a tali rischi.

Ciò che si evince dalla letteratura, seppur ancora limitata rispetto a tale argomento, è che esiste un legame rilevante tra *corporate reputation* e distanza Paese nelle acquisizioni internazionali.

Gli studi economici, in particolare, hanno evidenziato che la distanza percepita tra due Paesi differenti può annullare gli effetti di una positiva reputazione aziendale dell'acquirente nonché dell'acquisita in caso quest'ultima sia coinvolta in una operazione di acquisto in cui il Paese estero è considerato molto distante dal consumatore¹²⁷. Inoltre, quando la distanza culturale tra le due realtà aziendali è particolarmente enfatizzata, è riconosciuto come la loro integrazione spesso non comprende un trasferimento degli *assets* intangibili, tra cui si comprende la reputazione del *brand*.

Pertanto, tanto maggiore sarà la distanza percepita, tanto più sarà alto il grado di avversione del consumatore nei confronti dell'azienda estera.

In tema di M&A, volendo considerare la *corporate reputation* nelle sue accezioni di mobilità e di trasferibilità, il suo trasferimento avviene nel momento in cui l'azienda acquirente consegue benefici in virtù della buona reputazione dell'azienda acquisita e ciò determina un conseguente accrescimento del valore di tutta l'operazione.

È importante, però, segnalare che tale effetto positivo è vincolato ad una non disparità reputazionale delle aziende coinvolte; l'eccessiva diseguaglianza tra i *brand*, in termini di *corporate reputation*, azzerà i benefici conseguenti all'operazione.

È essenziale che le aziende siano riconosciute dal mercato attraverso due distinte percezioni che, al contempo, possano essere considerate tra loro simili¹²⁸. Infatti, come più volte enunciato, i benefici derivanti dalle operazioni di acquisizione potrebbero dipendere dalla percezione del mercato riguardo alla capacità di mantenere intatte le caratteristiche dell'imprese target.

¹²⁷ Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018);

¹²⁸ Saxton T., Dollinger M., *Target reputation and appropriability: Picking and deploying resources in acquisitions*, Journal of Management (2004).

Infine, come si è già anticipato, la *country image*, approfondita nel capitolo precedente, risulta uno dei principali fattori endogeni capaci di produrre rilevanti effetti sul consumatore e di conseguenza sull'esito dell'operazione di M&A.

Un alto livello di *country image* può ridurre lo stato di incertezza del consumatore conseguente a una CBA ed aumentare le probabilità di fiducia nei confronti dell'azienda acquirente e trasformarsi così in intenzione di acquisto del prodotto.

Vi sono anche casi in cui gli effetti della *country image* agiscono in maniera meno rilevante sulla mente del consumatore; l'alta reputazione di un *brand* potrebbe bilanciare la potenziale immagine negativa del Paese all'interno del mercato¹²⁹.

Da tali premesse, questo capitolo ha l'obiettivo di focalizzarsi sul tema della reputazione aziendale, vincolata alla variabile *country image* attraverso un'analisi empirica basata sulla simulazione di quattro diverse operazioni di *cross-border acquisitions* (CBA). Queste ultime divergono, in prima analisi, in virtù dell'origine dell'azienda acquirente. In tal modo, si è potuto mettere in gioco un'ulteriore variabile quale quella della distanza psichica¹³⁰.

L'ipotesi principale da cui prende spunto tale ricerca è che la *corporate reputation* dell'azienda acquirente possa assumere il ruolo di *distance-bridging factors*¹³¹ al fine di bilanciare gli effetti della *country image* e mitigare, al contempo gli effetti negativi della distanza psichica verso l'impresa acquirente così da conservare il rapporto di *customer loyalty* relativo all'impresa target fino a quel momento.

Pertanto:

H1: In un'acquisizione *cross-border*, l'atteggiamento del consumatore e le sue intenzioni di riacquisto tendono ad essere significativamente migliori in caso di una favorevole *corporate reputation* dell'azienda acquirente.

H2: In un'acquisizione *cross-border*, una favorevole *country image* dell'azienda acquirente mitiga l'impatto di una negativa *corporate reputation* sulle intenzioni di riacquisto del consumatore verso l'impresa acquisita.

¹²⁹ Jo M.S., *Why country of origin effects vary in consumer's quality evaluation: a theoretical explanation and implications for country of origin management*, Journal of Global Marketing (2005);

¹³⁰ Matarazzo M., De Vanna F., Lanzilli G., Resciniti R., *Cultural distance, reputation transferability, and cross-border acquisitions: a consumer perspective*, Progress in International Business Research (2017);

¹³¹ Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018).

4.2 La metodologia

Il test della suddetta ipotesi è stato effettuato attraverso la diffusione di due coppie di questionari, divergenti tra loro in quanto le situazioni da essi rappresentate coinvolgono diverse imprese con caratteristiche difformi.

L'esperimento considera un'acquisizione internazionale promossa da due imprese spagnole e da due imprese sud-coreane a vantaggio di un'azienda italiana, operanti nel settore del *food*. Le imprese acquirenti divergono tra loro per alta/bassa *psychic distance* e alta/bassa *corporate reputation*.

Lo studio individua in via preliminare la variabile dipendente, quale l'atteggiamento del consumatore e le sue intenzioni di riacquisto del prodotto dell'impresa target, e la variabile indipendente, riconosciuta nella *country image*.

Le imprese considerate, le quali non fanno riferimento a realtà presenti sul mercato ma rappresentano un modello delle stesse, si contraddistinguono per due dimensioni che attengono alla costruzione della reputazione aziendale, ossia la *corporate ability (CA)* e la *corporate social responsibility (CSR)*.

La *corporate ability* definisce l'abilità di un'impresa di produrre e distribuire i propri prodotti all'interno del mercato. Questa viene misurata attraverso il grado di soddisfazione del cliente, definito *customer satisfaction*.

La *corporate social responsibility* attiene al comportamento dell'impresa adottato all'interno del mercato e all'adesione a condotte socialmente e moralmente accettate.

Le cinque imprese considerate, ovvero le quattro realtà acquirenti e la medesima acquisita, presentano diversi livelli di *CA* e *CSR* ai quali corrispondono, pertanto, diversi livelli di reputazione aziendale.

I questionari sono stati somministrati a un campione casuale composto mediamente da 61 individui (rispettivamente 61 rispondenti per il Questionario 1, 61 per il Questionario 2, 62 per il Questionario 3 e 60 per il Questionario 4) con età media compresa tra i 25 e i 34 anni, residenti in Italia.

Ciascun questionario è composto da una parte introduttiva, che presenta lo scenario di partenza dell'operazione di acquisizione aziendale e i relativi dettagli della stessa, nonché una serie di domande volte alla comprensione dell'atteggiamento del consumatore verso l'impresa acquisita a seguito del *deal*, oltre alla sua propensione al riacquisto.

In particolare, lo scenario presentato si compone di quattro costanti fondamentali, presenti nella totalità dei questionari somministrati:

- l'azienda acquirente acquisisce pieno controllo dell'azienda target;
- l'azienda target non muta il nome originario del *brand*;
- il management dell'azienda acquirente viene sostituito con il management estero;
- l'azienda target gode di ottima reputazione aziendale e opera in Italia nel settore *food*, producendo e distribuendo prodotti dolciari.

La scelta del settore *food* non è casuale. Si è optato, infatti, di scegliere una *industry* che fosse rappresentativa dell'immagine Paese Italia e del *made in Italy* nel mondo, in modo tale da creare un impatto rilevante nella mente del consumatore; da ciò nasce anche l'idea di specializzare l'azienda italiana su prodotti dolciari.

Inoltre, a coloro i quali sono stati somministrati i questionari si è chiesto, esplicitamente, di ipotizzare di essere clienti abituali dell'impresa locale.

Per quanto concerne la scelta dei Paesi esteri, al contrario, questa si basa sull'analisi di due Paesi per cui si è potuto riconoscere a priori un'alta e una bassa distanza psichica.

Da uno studio precedente, posto all'interno di una ricerca più ampia¹³², è stato difatti riconosciuto che i consumatori italiani individuano generalmente la Spagna come una nazione vicina e un *in-group*, mentre la Sud Corea come una nazione lontana e un *out-group*. Pertanto la scelta è ricaduta su tali Paesi.

La variabile *country image* è valutata attraverso la somministrazione di specifiche domande su aspetti macro economici del Paese preso a riferimento; il campione di analisi ha assegnato un punteggio per ciascuno dei descrittori assegnati.

Di seguito la struttura dei questionari:

Sezione 1	Corporate Reputation e Country Image dell'impresa acquirente – ATTEGGIAMENTO DEL CONSUMATORE VERSO L'IMPRESA ACQUISITA DOPO L'ACQUISIZIONE
Variabile	Ateggimento del consumatore
Quesiti	- Credo che "ITA" continuerà a vendere buoni prodotti anche dopo l'acquisizione - Credo che "ITA" sarà ben gestita anche dopo l'acquisizione -Credo che "ITA" continuerà ad essere coinvolta nella comunità anche dopo l'acquisizione -Credo che "ITA" continuerà a rispondere alle esigenze dei consumatori anche dopo l'acquisizione -Credo che "ITA" sia una buona azienda per cui lavorare anche dopo l'acquisizione
Scala	1= in completo disaccordo/7= completamente d'accordo
Sezione 2	Corporate Reputation e Country Image dell'impresa acquirente – PROPENSIONE AL RIACQUISTO DEL CONSUMATORE VERSO L'IMPRESA ACQUISITA DOPO L'ACQUISIZIONE
Variabile	Intenzioni di riacquisto
Quesiti	-É molto probabile che io acquisti questo stesso prodotto di nuovo -Sono disposto a pagare un premium price per i prodotti "ITA" anche dopo l'acquisizione, nonostante siano presenti sul mercato prodotti più economici -L'attività di promozione di prodotti concorrenti non ridurrà il mio interesse nel riacquistare il prodotto -Riacquisterò questo prodotto anche in caso di valutazioni negative da parte dei media o di altre persone
Scala	1= in completo disaccordo/7= completamente d'accordo
Sezione 3	Corporate Reputation e Country Image dell'impresa acquirente
Variabile	Reputazione aziendale; Familiarità del Paese; Tipicità del prodotto
Quesiti	-Sulla base delle informazioni che le sono state somministrate, fornisca un giudizio complessivo sulla reputazione aziendale dell'impresa acquirente "SP"/"SK" -Come percepisce la SPAGNA/SUD COREA considerando i seguenti descrittori?
Descrittori	Livello industrializzazione; Tenore di vita; Esistenza di un buon sistema di Welfare; Sistema demotratrico; Sviluppo dell'economia; Livello della ricerca tecnologica
Scala	1= in completo disaccordo/7= completamente d'accordo
Quesiti	-Quanta familiarità ha con la SPAGNA/SUD COREA?
Scala	1=non familiare/7=familiare
Quesiti	-Secondo lei, il cioccolato e i dolciumi sono prodotti tipici SPAGNOLI/SUDCOREANI?
Scala	1=non tipici/7=tipici

¹³² Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018).

	Questionario 1	Questionario 2	Questionario 3	Questionario 4
Origine azienda acquirente	Spagna	Spagna	Sud Corea	Sud Corea
Origine azienda acquisita	Italia	Italia	Italia	Italia
Corporate reputation	Alta	Bassa	Alta	Bassa

4.3 I risultati

I risultati della ricerca in questione avvalorano l'ipotesi iniziale.

Di seguito, è presentato uno schema riassuntivo, in cui si riportano i valori medi registrati per ciascuno dei quattro questionari e divisi nelle tre diverse sezioni.

Questionario 1: azienda "SP" con alta reputazione				Questionario 2: azienda "SP" con bassa reputazione			
N. Quesito	Valore medio	%	Frequenza	N. Quesito	Valore medio	%	Frequenza
1	6	47,5	29	1	3	35,6	21
2	6	45,9	28	2	4	32,2	19
3	6	49,2	30	3	4	32,2	19
4	6	41	25	4	3	33,9	20
5	6	41	25	5	3	37,3	22
6	6	49,2	30	6	4	28,8	17
7	6	31,1	19	7	4 - 3	23,7	14
8	6	27,9	17	8	4	27	16
9	6	26,2	16	9	3	23,7	14
10	6	52,5	32	10	3	33,9	20
11	5	33,2	28*	11	5	30,6	19*
12	6	36,1	20	12	5	30,5	18
13	3	29,5	18	13	3	40,7	24

Questionario 3: azienda "SK" con alta reputazione				Questionario 4: azienda "SK" con bassa reputazione			
N. Quesito	Valore medio	%	Frequenza	N. Quesito	Valore medio	%	Frequenza
1	6	45,2	28	1	3	35	21
2	6	48,4	30	2	3	33,3	20
3	6	40,3	25	3	3	31,7	19
4	6	45,2	28	4	3	43,3	26
5	6	46,8	29	5	2	36,7	22
6	6	37,1	23	6	3	38,3	23
7	6	30,6	19	7	3	38,3	23
8	6 - 5	25,8	16	8	3	38,7	22
9	4	25,8	16	9	3	41,7	25
10	6	35,5	22*	10	3 - 2	30	18*
11	5	32	20	11	5	45	27
12	3	37,1	23	12	3	30	18
13	2	32,3	20	13	2	46,7	28

*dato risultante da quesito composto da 6 descrittori e 6 risposte cadauno.

Le tabelle mostrano che l'atteggiamento positivo del consumatore, a seguito di un'acquisizione internazionale, non subisce alcun effetto significativo se l'azienda acquirente è di origine spagnola o sudcoreana, a patto che la stessa goda di una buona reputazione (vd. Questionario 1 e 3).

Al contrario, tale atteggiamento muta nel caso in cui alle stesse viene attribuita una cattiva reputazione (vd. Questionario 2 e 4). In particolare, dal confronto dei casi inerenti ad acquirente spagnolo e sudcoreano con cattiva reputazione aziendale, si nota che il consumatore risulta essere maggiormente avverso alla *CBA* se questa coinvolge un'azienda sudcoreana piuttosto che spagnola (è doveroso ricordare che le aziende in questione differiscono per il solo Paese di provenienza).

Si giunge al medesimo risultato anche in caso di analisi della variabile inerente alle intenzioni di riacquisto, nonostante un risultato complessivo leggermente superiore nel caso presentato dal Questionario 1. Da quanto dimostrato, quindi, il consumatore conserva la propria fedeltà al *brand* originario quando questo viene acquisito da un'azienda caratterizzata da reputazione positiva. Con ciò, si può affermare che le intenzioni di riacquisto dei consumatori tendono ad essere significativamente migliori in uno scenario caratterizzato da un alto livello di *corporate reputation*. In caso di bassa reputazione aziendale, il test palesa una costante preferenza per un'acquisizione promossa da un'azienda spagnola piuttosto che sudcoreana, pur mostrano in entrambi i casi risultati piuttosto negativi.

Infine, nelle medesime tabelle è riportato il giudizio medio riguardo la reputazione aziendale, la familiarità del Paese e la tipicità del prodotto. Volendosi soffermare sul carattere della familiarità del Paese, si nota che, in entrambi i casi, alla Spagna è stato attribuito un punteggio compreso tra il 5 e il 6, mentre alla Sud Corea tra il 2 e il 3. Tale dato conferma quanto precedentemente esposto in tema di distanza psichica e modalità di scelta dei Paesi.

Inoltre, per quanto concerne la *country image* del Paese di provenienza dell'azienda acquirente, la Spagna si caratterizza di un punteggio leggermente maggiore rispetto alla Sud Corea, considerando che, per quest'ultima, i rispondenti hanno giudicato molto bassa la variabile di tipicità del prodotto.

In sintesi, l'analisi dimostra che **l'atteggiamento del consumatore, nonché le sue intenzioni di riacquisto, tendono ad essere significativamente migliori nel caso in cui la *corporate reputation* dell'acquirente sia più forte, indipendentemente dalla variabile *country image***. Per tali circostanze, si può dunque riconoscere a quest'ultima variabile un ruolo marginale. Pertanto, la prima ipotesi risulta verificata (H1).

Al contrario, **nei casi in cui la *corporate reputation* è bassa per entrambe le aziende, l'immagine del Paese assume un significato più rilevante senza però riuscire a mitigare completamente gli effetti negativi della *CR***. Pertanto, la seconda ipotesi non è verificata (H2).

Tale elaborato dimostra che, in caso di *cross-border acquisitions*, la *corporate reputation* è un driver fondamentale. Essa influenza l'atteggiamento del consumatore e il suo rapporto con le aziende poste all'interno del mercato, in quanto capace di influire positivamente sulla *brand loyalty*, la *brand association* e la *perceived quality*. Essa riesce, quindi, a mitigare anche eventuali effetti negativi prodotti da un livello mediocre della variabile *country image*, nonché di un'elevata distanza psichica, sul *brand equity* aziendale. Per tale motivo, la prima ipotesi è confermata.

Conclusioni

Le *Mergers & Acquisitions* rappresentano oramai un fenomeno che permea la vita di molte realtà imprenditoriali, sia che lo sguardo di analisi sia volto a livello nazionale, che a livello internazionale.

È stato ampiamente riconosciuto quanto la categoria di operazioni di tal tipo non risulti essere né omogenea né indifferenziata. Ciascuna acquisizione aziendale diviene un caso di analisi a sé stante, la cui comprensione richiede analisi approfondite circa le ragioni, nonché gli obiettivi che si stanno perseguendo.

Nella generalità del fenomeno, l'alto tasso di fallimento, a cui spesso si è fatto riferimento nel corso dell'elaborato, non sembra essere stato un deterrente per le nuove operazioni. Le M&A sono ancora oggi una risposta vincente per molte organizzazioni, le quali godono in tal modo di una serie di vantaggi e sinergie che solo le operazioni di tal tipo possono generare.

Accanto a siffatte ragioni, i risultati delle operazioni di acquisizione e fusione debbono necessariamente essere riconosciuti attraverso due distinte prospettive, dal punto di vista aziendale e del mercato.

Con quanto premesso ed esposto fino ad ora, si può ribadire la tesi in merito agli effetti delle operazioni di acquisizione all'interno del mercato, in particolare sull'atteggiamento del consumatore e sul *brand equity* aziendale.

Difatti, tale argomento, riconosciuto come particolarmente rilevante seppur constata la limitata letteratura di riferimento, si arricchisce periodicamente di risultati empirici, alcuni inaspettati altri meno, che hanno l'intento di avvisare, o di essere almeno riconosciuti in qualità di *alert*, i *management* che si preparano a gestire le insidiose fasi di un'operazione di acquisto internazionale e a gestirne i risultati futuri.

Al consumatore è stato, in tal modo, riconosciuto un ruolo significativo per il successo o il fallimento di un'acquisizione internazionale, basandosi su variabili che attengono ad *assets* tangibili e intangibili dell'azienda acquirente e dell'azienda acquisita. In particolare, come dimostrato da tale lavoro, il consumatore riconosce alcuni variabili aziendali come più rilevanti rispetto ad altre, è il caso della *corporate reputation* che diviene uno dei principali driver dell'atteggiamento del consumatore all'interno del mercato.

Si è appurato, infatti, che la *corporate reputation* è un driver fondamentale indipendentemente dal peso delle altre variabili, quali la *country image* e la distanza psichica (verifica dell'ipotesi H1).

Al contrario, si è desunto che la variabile *country image*, sebbene rilevante in determinati contesti, non mitiga in modo sufficiente gli effetti di una negativa *corporate reputation* dell'aziende acquirente (confutazione dell'ipotesi H2).

Tali constatazioni, sottintendono l'obiettivo primario di un'operazione di acquisto, ovvero la profittabilità dell'investimento. Eppure il rischio della perdita di mercato dell'azienda target, a seguito del *deal*, pone un limite non facilmente ignorabile a ciò.

Per tale motivo le analisi effettuate possono essere intese anche come una sorta di riepilogo dei diversi fattori capaci di incidere significativamente sul rapporto tra cliente e azienda.

L'analisi del *brand equity*, nonché delle sue componenti, quali *perceived quality*, *brand association*, *brand loyalty* etc., e dei diversi fattori che possono incidere sulle stesse, forniscono delucidazioni sulle possibili manovre da intraprendere al fine di garantire maggiori possibilità di successo alle CBA.

In tale prospettiva, per l'organizzazione acquirente riuscire a conservare il legame di fedeltà tra l'azienda acquisita e la compagine clientelare risulta particolarmente rilevante al fine di promuovere e raggiungere *performance* migliorative e soddisfacenti nel tempo.

Bibliografia e sitografia

- Aaker D.A., *Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand Name*, The Free Press, New York (1991)
- Aaker D., *Measuring brand equity: across products and markets*, *California Management Review* (1996)
- Bakier M. Shelton M., *Keeping your sales force after the merger: merging companies should look to the revenues, not just their costs*, *The McKinsey Quarterly* (2005)
- Balducci D., *La valutazione dell'azienda*, FAG (2006)
- Balmer J. Gray E., *Corporate identity and corporate communications: creating a competitive advantage*, *Corporate Communication: An International Journal* (2011)
- Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018)
- Barnett M.L., Jermier J.M., Lafferty B.A., *Corporate reputation: The definitional landscape*, *Corporate Reputation Review* (2006)
- Barwise Patrick, *Brand Equity: Snark or Boojum?*, *International Journal of Research in Marketing*, <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/016781169390036X>, (1993)
- Basu K., *Managing brand after mergers*, *California Management Review* (2006)
- Boccardelli P. e Fontana F., *Corporate Strategy*, Hoepli, Milano (2015)
- Burnmann C. Schaefer K. Maloney P., *Industry image: its impact on the brand image of potential employees*, *Journal of Brand Management* (2008)
- C.A.F., *Da Versace a Gucci: tutti i marchi della moda venduti all'estero*, <https://www.ilsole24ore.com/art/da-versace-gucci-tutti-marchi-moda-venduti-all-estero-AEZWgm6F>, agosto 2019
- Caiazza R., *Cross-Border M&A. Determinanti e fattori critici di successo*, Giappichelli Editore, Torino (2011)
- Capasso A., Meglio O., *Fusioni e acquisizioni. Teorie, metodi, esperienze*, FrancoAngeli, Milano (2010)
- Caroli M., *Gestione delle imprese internazionali*, McGraw-Hill Education, Milano (2016)
- Chang H. Kwak H. Puzakova M. Park J. Smit, *It's no longer mine: the role of brand ownership and advertising in cross-border brand acquisitions*, *International Journal of Advertising* (2015)
- Christensen C. M., Alton R., Rising C., Waldeck A., *The big Idea: the new M&A playbook*, *Harvard Business Review* (2011)

Chung K. Youn C. Lee Y., *The influence of luxury Brand' Cross-Border Acquisition on Consumer Brand Perception, Clothing and Textiles Research Journal* (2014)

Clemente M.N. Greenspan D.S., *Keeping customers satisfied while the deal proceeds, Mergers and Acquisitions, Oxford University Press* (1997)

Conea V., *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita, Egea, Milano* (2010)

Cruciani E., *M&A come strategia di crescita e strumento di creazione del valore*, <https://www.economiah24.eu/2018/05/ma-come-strategia-di-crescita-e-strumento-di-creazione-del-valore/>, aprile 2019

Deaglio M., *L'Italia che cresce in Europa*, https://www.lastampa.it/opinioni/editoriali/2019/05/30/news/l-italia-che-cresce-in-europa-1.33705675?refresh_ce, luglio 2019

Dean D.H., *Associating the corporation with a charitable event through sponsorship: measuring the effects on corporate community relations, Journal of Advertising* (2002)

Deephouse D.L., *Media reputation as a strategic resource: An integration of mass communication and resource-based theories, Journal of Management* (2000)

Editorial Board NYTimes, *How mergers damage the economy*, <https://www.nytimes.com/2015/11/01/opinion/sunday/how-mergers-damage-the-economy.html>, maggio 2019

Epstein M., *The determinants and evaluation of merger success, Business Horizons* (2005)

Faircloth J.B. Capella L.M. Ahord B.L., *The effect of brand attitude and brand image on brand equity, Journal of Marketing Theory and Practice* (2001)

Faircloth J.B., *Factor influencing nonprofit resource provider support decision: applying the brand equity concept to nonprofit, Journal of Marketing Practice and Theory* (2005)

Fombrun C.J., Shanley M., *What's in a name? Reputation building and corporate strategy, Academy of Management Journal* (1990)

Fortis M., *Sorpresa anche le PMI prime nell'export*, <https://www.ilsole24ore.com/art/sorpresa-anche-pmi-prime-nell-export-AEu6ShiG>, giugno 2019

Fuchs C. Prandelli E. Schreier M., *The psychological effects of empowerment strategies on consumers product demand, Journal of Marketing* (2010)

Garnell, *Il processo di Merger and Acquisition: rischi e opportunità*, <https://garnell.it/blog/2017/09/12/processo-merger-acquisition/>, aprile 2019

Glossario Marketing, *Corporate reputation*, <https://www.glossariomarketing.it/significato/corporate-reputation/>

- Gubbi S. Aulakh P. Ray S. Sarkar M. Chittoor R., *Do international acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value? The case of Indian firms*, *Journal of International Business Studies* (2010)
- Halpern P., *Corporate Acquisition: a theory of special cases? A Review of event studies applied to acquisition*, *The Journal of Finance*, Vol. 38, No. 2 (1983)
- Heinberg M., Ozkaya H. E., Taube M., *A brand built on sand: Is acquiring a local brand in an emerging market an ill-advised strategy for a foreign companies?*, *Accademia di Marketing* (2016)
- Homburg C. Bucerius M., *A marketing perspective on merger and acquisitions: how marketing integration affects post-merger performance*, *Journal of Marketing* (2005)
- Hu L., *Elledì e Inglesina: l'internazionalizzazione nel mercato cinese*, *Rivista Micro e Macro Marketing* (2015)
- Hua Chang, Hyokjin Kwak, Marina Puzakova, Jisoo Park & Edith G. Smit, *It's no longer mine: the role of brand ownership and advertising in cross-border brand acquisitions*, *International Journal of Advertising* (2015)
- Il Sole 24 Ore*, <https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/investimenti-greenfield.html>, aprile 2019
- Keller K.L., *Strategic Brand Management: Building, Measuring and Managing Brand Equity*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs (1998)
- Knight G.A. Calanton R.J., *A flexible model of consumer country-of-origin perceptions: a cross-cultural investigation*, *International Marketing Review* (2000)
- Knight J. Holdsworth D. Mather D., *Country-of-origin and choice of food imports: an in-depht study of European distribution channelgatekeepers*, *Journal of International Studies* (2007)
- Jaju A. Joiner C. Reddy S.K., *Consumer's evaluations of corporate brand redeployments*, *Journal of Acedemy of Marketing Science* (2006)
- Jo M.S., *Why country of origin effects vary in consumer's quality evaluation: a theoretical explanation and implications for country of origin management*, *Journal of Global Marketing* (2005)
- KPMG, *M&A e creazione del valore*, <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2018/01/m-e-a-fusioni-e-acquisizioni.html>, luglio 2018
- KPMG, *Rapporto Mergers & Acquisitions, consolidamento settoriale e fusioni alimentano volumi record*, (2017)
- KPMG, *Nel 2018 mercato a due velocità: dopo una buona partenza rallentamento nel secondo trimestre*, <https://home.kpmg/it/it/home/media/press-releases/2019/01/2018-mercato-italiano-fusioni-e-acquisizioni.html>, luglio 2019

- KPMG, *Rapporto M&A 2018: i mega deal infiammano il mercato delle fusioni*, <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2019/07/rapporto-kpmg-mergers-acquisitions.html>, luglio 2019
- KPMG, *Le aziende che fanno M&A creano più valore*, <https://home.kpmg/it/it/home/media/press-releases/2016/06/le-aziende-che-fanno-m-a-creano-piu-valore.html>, luglio 2016
- Kumar S. Blomqvist K.H., *Mergers and acquisitions: making brand equity a key factor in M&A decision making*, *Strategy & leadership* (2004)
- La Mia Finanza, *Aibe Index: l'Italia perde attrattività per gli investitori esteri*, <https://www.lamiafinanza.it/it/news/in-primo-piano/61659-aibe-index-l-italia-perde-attrattivita-per-gli-investitori-esteri>, agosto 2019
- Lee H. Lee C. Wu C., *Brand image strategy affects brand equity after M&A*, *European Journal of marketing* (2008)
- Lee J.K. Lee B.K. Lee W.N., *Country-of-origin fit's effect on consumer product evaluation in cross-border strategic brand alliance*, *Journal of Business Research* (2013)
- Mariano C., *Fusioni e acquisizioni accelerano la trasformazione digitale*, <https://www.economyup.it/blog/fusioni-e-acquisizioni-accelerano-la-trasformazione-digitale/>, maggio 2019
- Matarazzo M., De Vanna F., Lanzilli G., Resciniti R., *Cultural distance, reputation transferability, and cross-border acquisitions: a consumer perspective*, *Progress in International Business Research* (2017)
- Matarazzo M. Lanzilli G. Resciniti R., *Acquirer's corporate reputation in cross-border acquisitions: the moderating effect of country image*, *Journal of Product & Brand Management* (2018)
- Matarazzo M., *Le strategie internazionali delle medie imprese. Modalità di entrata e nuovi mercati*, FrancoAngeli, Milano (2012)
- Meglio O., *Il processo di integrazione post-acquisizione*, Dott. Antonio Milani, Padova (2004)
- Ming Lee H. Chi Lee C. Chen Wu C., *Brand image strategy affects brand equity after M&A*, *European Journal of Marketing* (2008)
- Ming Lee H. Chi Lee C., *Country-of-origin and brand redeployment impact after brand acquisition*, *Journal of Consumer Marketing* (2011)
- Ministero degli Affari Esteri e della Cooperazione Internazionale, https://www.esteri.it/mae/it/politica_estera/diplomaziaeconomica/cosa-facciamo/attrazione-investimenti-diretti/l-italia-nei-ranking-internazionali.html, luglio 2019
- Napolitano M.R., *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, FrancoAngeli, Milano (2003)
- Navaretti G. B., Venables A. J., *Le multinazionali nell'economia mondiale*, Il Mulino (2006)

Nguyen H. Kleiner B.H., *The effective management of mergers, Leadership & Organizations Development Journal* (2003)

Pappu R. Quester P.G. Cooksey R.W., *Consumer based brand equity and country-of-origin relationships: some empirical evidence, European Journal of Marketing* (2007)

Pappu R. Quester P.G. Cooskey R.W., *Country image and consumer-based brand equity: relationships and implications for international marketing, Journal of International Studies* (2007)

Pina J.M. Dall'Olmo R.F. Lomax W., *Generalizing spillover effects of goods and service brand extensions: a meta-analysis approach, Journal of Business Research* (2013)

Pisciotta I., *Tutti i brand made in Italy finiti in mano straniera (ultimo Magneti Marelli), https://www.agi.it/economia/made-in-italy/magneti_marelli_brand_made_in_italy-4517977/news/2018-10-23/, agosto 2019*

PwC, *Consumer Market, M&A, Italy, Trends 2018, Report* (2019)

Quarterly Deal Performance Monitor (QDPM) di Willis Towers Watson, M&A a livello globale, gli acquirer hanno sottoperformato l'indice per il secondo trimestre consecutivo, <https://www.willistowerswatson.com/it-IT/News/2017/09/Share-prices-of-global-acquirers-continue-to-underperform-World-Index-in-the-third-quarter>, aprile 2019

RankingItalia, Aibe Index: l'Italia guadagna attrattività per gli investitori esteri, <http://www.rankingitalia.it/aibe-index-litalia-guadagna-attrattivita-per-gli-investitori-esteri/>, agosto 2019

Saxton T., Dollinger M., *Target reputation and appropriability: Picking and deploying resources in acquisitions, Journal of Management* (2004)

Schoker A.D. Weitz B., *A perspective on brand equity principles and issues, Marketing Science Institute, Cambridge* (1988)

Schweizer L., *Organization integration of acquired biotechnology companies into pharmaceutical companies: the need for a hybrid approach, Academy of Management* (2005)

Shi T. Li J. Lim C., *Host country consumer's brand attitudes after cross-border acquisitions, Journal of Product & Brand Management* (2015)

Stinchcombe A. L., *Social Structure and Organizations, In the Handbook of Organizations, J.G. March Rand McNally & Co, Chicago* (1965)

Teleborsa, *Rapporto Italia, Ocse: "Pil -0,2% nel 2019 +0,5% nel 2020. Tiene export", <https://www.teleborsa.it/News/2019/04/01/rapporto-italia-ocse-pil-0-2percent-nel-2019-0-5percent-nel-2020-tiene-export-85.html#XUwDly1aZsM>, giugno 2019*

Thobjornsen H. Dahlen M., Customer reactions to acquirer dominant mergers and acquisitions, International Journal of Research in Marketing (2011)

Today – Economia, Embraco, fine del calvario: salvi sito e 417 lavoratori, <http://www.today.it/economia/embraco-lavoratori-salvi.html>, agosto 2019

Verlegh P.W.J. Steenkamp J.B., A review and metaanalysis of country-of-origin research, Journal of Economic Psychology (1999)

Vigutto P., Imprese italiane, ma solo di nome, <https://www.informazioneenzafiltro.it/impres-italiane-ma-solo-di-nome-e-una-brutta-cosa/>, agosto 2019

White K. Dahl D., To be or not to be? The influence of dissociative reference groups on consumer preferences, Journal of Consumer Psychology (2006)

Wood L.M., Dimensions of brand purchase behavior: consumers in the 18-24 age group, Journal of Consumer Behavior (2001)

Yaprak A. Parameswaran R., Strategy formation in multinational marketing, a deductive paradigm-integrating approach, Advance in International Marketing (1986)

Gli effetti delle acquisizioni internazionali sul brand equity aziendale:

un'indagine empirica

1. Le acquisizioni internazionali

Con il termine “*acquisizione aziendale*” si intende una classe eterogenea di operazioni, volte alla crescita esterna dell’azienda. Si intende, quindi, ogni operazione finalizzata all’acquisto di quote azionarie o di attività di altre organizzazioni su cui l’impresa acquirente eserciterà il controllo¹. Nei paesi anglosassoni tali operazioni, congiuntamente alle fusioni aziendali, convogliano nell’acronimo M&A, *merger and acquisition*, senza alcuna sostanziale differenza. Al contrario, nel contesto italiano, le operazioni di acquisizione e quelle di fusione sono riconosciute come distinte, e a volte conseguenti l’una all’altra². A prescindere da tale e necessaria chiarezza sulla terminologia, tali operazioni vengono comunemente trattate come M&A.

Il fenomeno acquisitivo rappresenta la soluzione utilizzata sempre più frequentemente dalle aziende per perseguire obiettivi e piani di sviluppo. Difatti, le operazioni di acquisizione e fusione risultano essere una scelta ottimale, soprattutto allorché il fattore tempo diventi cruciale o quando l’operazione riguardi settori già maturi³. Esse sono frutto di decisioni strategiche orientate alla crescita aziendale, la quale si sostanzia in un fattore fisiologico per ciascuna organizzazione, che caratterizza la loro essenza e presenza sul mercato.

Gli obiettivi di sviluppo sono perseguiti con costanza e determinazione lungo tutto il ciclo di vita, determinando un orientamento naturale all’espansione⁴, il cui obiettivo è certamente l’accrescimento del valore aziendale. Secondo una ricerca effettuata dalla società di consulenza “KPMG” e in collaborazione con l’Università commerciale “Luigi Bocconi”, le imprese che ricorrono a operazioni di M&A risultano essere più efficaci in termini di utili e crescita dei ricavi rispetto ad altre realtà imprenditoriali che non fanno uso di tale leva nonostante le elevate potenzialità. La ricerca pone in evidenza che, se tali operazioni vengono effettuate in modo

¹ Napolitano M.R., *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, FrancoAngeli, Milano (2003);

² Conea V., *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea, Milano (2010);

³ Meglio O., *Il processo di integrazione post-acquisizione*, Dott. Antonio Milani, Padova (2004);

⁴ Conea V., *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea, Milano (2010).

continuativo durante la vita dell'impresa, possono essere utilizzate come "acceleratori del percorso di crescita" (KPMG Academy).

La letteratura in ambito M&A risulta molto frammentata a causa della mutevolezza del fenomeno e dei risvolti aziendali che, spesso, non sono facilmente prevedibili. Gli esiti delle operazioni di acquisizione, infatti, risultano alquanto variabili, riconoscendo un alto tasso di fallimento. Alcuni autori riferiscono di un tasso di fallimento pari al 70% - 90% delle acquisizioni, con risultati negativi nel lungo termine. Altri, invece, riconoscono ritorni positivi, specialmente per acquisizioni di tipo *cross-border* che interessano imprese ubicate al di fuori di specifici Paesi, quali UK e USA⁵. Non essendovi conclusioni inconfutabili sul fenomeno, quel che appare certo è che la letteratura non è riuscita negli anni a identificare delle variabili specifiche che aiutino a delineare percorsi risolutivi unanimi; manca una teoria esaustiva che sappia giustificare i casi di successo e di insuccesso. Preso il dato di fallimento sopra indicato, esso, in molti casi, può essere spiegato attraverso l'incapacità del management a individuare una reale opportunità di massimizzazione del valore aziendale attraverso processi acquisitivi. Ogni acquisizione ha un costo, oggettivamente elevato, che non sempre corrisponde ad un giusto investimento.

La frammentazione del fenomeno M&A dipende dalle molteplici sfaccettature che influenzano ciascuna operazione, dalle modalità e comportamenti con cui l'acquisizione di un'azienda può essere conseguita, dall'eterogeneità dei soggetti coinvolti, dal susseguirsi delle fasi e dei processi volti al compimento, dell'acquisizione e da ulteriori fattori che mutano in base ai contesti ambientali e sociali di riferimento⁶.

In generale, l'espansione aziendale può essere eseguita attraverso due diverse strategie, le quali si distinguono in base alla scelta dell'impresa *target*: la c.d. strategia *cherry-picking* o la c.d. *lemon-picking*.

La prima si realizza nel momento in cui l'oggetto dell'acquisizione è un'impresa avente ottime *performance* e l'obiettivo è quello di accrescerne ulteriormente il valore, apportando nuova esperienza e condividendone il potere di mercato. Solitamente l'impresa acquisita entra a far parte di un nuovo e più grande circuito che ne migliora le prospettive evolutive.

⁵ Heinberg M., Ozkaya H. E., Taube M., *A brand built on sand: Is acquiring a local brand in an emerging market an ill-advised strategy for a foreign companies?*, Accademia del Marketing, Ricerca empirica (2016);

⁶ Meglio O., *Il processo di integrazione post-acquisizione*, Dott. Antonio Milani, Padova (2004).

Con *lemon-picking*, al contrario, si intende quella strategia per cui il target dell'acquisizione è individuato in un'azienda con andamento medio, in termini di prestazioni, su cui poter investire e definire un nuovo progetto di ristrutturazione che porti a risultati più efficaci ed efficienti⁷.

Le operazioni di M&A possono coinvolgere organizzazioni ubicate nel territorio locale (*domestic M&A*), oppure coinvolgere imprese la cui sede è collocata in un paese straniero, operando quindi in mercati geograficamente distinti (*cross-border M&A*). Le acquisizioni internazionali sono analizzate, in particolar modo, come modalità alternativa all'investimento di tipo *greenfield*, quale investimento *ex novo* nel territorio⁸.

L'ingresso in nuovi mercati geografici è uno dei principali obiettivi di tali operazioni. A ciò fanno seguito l'acquisto di nuovi *target* di mercato, il conseguimento di benefici fiscali, la diversificazione di portafoglio o il consolidamento del *core business*⁹. L'acquisizione risulta essere preferita in quanto immune dalla cd. *liability of newness*, che fa riferimento alla mortalità dell'impresa nei primi anni di vita¹⁰, *and foreignness*, legata allo svantaggio di essere riconosciuti come stranieri in un dato mercato¹¹. Come ciò detto, in tali operazioni si riscontra un alto livello di rischio dovuto generalmente all'inesperienza o ad una scarsa conoscenza del mercato estero, della cultura e del comportamento dei consumatori e/o *competitors*, che può sovvertire quelli che sono i risultati sperati dall'operazione.

Studi recenti hanno, nondimeno, analizzato il comportamento espansivo delle PMI in mercati internazionali. In generale, le imprese di piccole e medie dimensioni, che decidono di internazionalizzare, optano per mercati vicini, maggiormente accessibili, le cui peculiarità non si distanziano troppo da quelle locali. Necessariamente, tale decisione è supportata anche dall'analisi della consistenza del mercato e dalla possibilità di conseguire risultati concreti relazionati al rischio percorso.

⁷ Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018);

⁸ Il Sole 24 Ore, <https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/investimenti-greenfield.html>, aprile 2019;

⁹ Cruciani E., M&A come strategia di crescita e strumento di creazione del valore, <https://www.economiah24.eu/2018/05/ma-come-strategia-di-crescita-e-strumento-di-creazione-del-valore/>, aprile 2019;

¹⁰ Stinchcombe A. L., *Social Structure and Organizations*, In *the Handbook of Organizations*, J.G. March Rand McNally & Co, Chicago (1965);

¹¹ Hu L., *Elledi e Inglesina: l'internazionalizzazione nel mercato cinese*, Rivista Micro e Macro Marketing (2015).

Le grandi imprese, invece, avendo a disposizione maggiori capitali da investire anche in attività di R&S possono più facilmente attuare un percorso di adattamento nei confronti dei nuovi mercati. Naturalmente, la scelta localizzativa si basa su più parametri e può perseguire diversi obiettivi. Un Paese può essere scelto per offrire costi di produzione più bassi, manodopera specialistica, maggiore vicinanza a risorse strategiche, ampliamento della compagine clientelare, etc, valutando e analizzando aspetti micro e macro economici. Qualunque sia il motivo della scelta, il Paese dovrà essere considerato strategico e distinto per specifiche peculiarità, innescando un meccanismo di *trade-offs* in quanto la scelta localizzativa di una filiale o un nuovo stabilimento si riflette automaticamente sull'immagine del *brand*.

La letteratura odierna nell'esame delle operazioni di acquisto aziendale enuncia, in tal modo, possibili svantaggi e vantaggi che possono scaturire da tali manovre; nell'ambito di tale elaborato, particolare interesse assume il rischio della perdita di quote di mercato. Siffatto aspetto può essere conseguente alla perdita di fiducia e del senso di appartenenza nei confronti dell'azienda di riferimento da parte della compagine clientelare¹².

L'assenza di una letteratura, capace di identificare le operazioni di M&A come opzioni di sicura crescita aziendale, non ha scoraggiato l'incremento sempre maggiore del numero di acquisizioni a livello nazionale e internazionale. Tale dato non è nuovo nella storia economica. Infatti, l'analisi del numero di operazioni di ugual tipo ha consentito di individuare e analizzare le fluttuazioni che hanno contraddistinto il fenomeno acquisitivo.

I risultati della ricerca hanno portato alla formulazione del concetto di *merger waves*, che indica "le ondate di M&A associate agli shock in ambito tecnologico, economico e istituzionale, nate nel mondo anglosassone grazie alla peculiare struttura dei mercati, la tipologia di capitalismo e l'assetto istituzionale, poi diffuse a livello globale"¹³.

Le M&A assumono un peculiare andamento all'interno del mercato; esse caratterizzano i sistemi economici in modo ciclico.

¹² Hua Chang, Hyokjin Kwak, Marina Puzakova, Jisoo Park & Edith G. Smit, *It's no longer mine: the role of brand ownership and advertising in cross-border brand acquisitions*, International Journal of Advertising, 34:4 (2015);

¹³ Caiazza R., *Cross-Border M&A. Determinanti e fattori critici di successo*, Giappichelli Editore, Torino (2011).

Cap. 2 Il fenomeno delle acquisizioni in Italia

Il mercato delle M&A in Italia si caratterizza per la prevalenza di operazioni domestiche, le quali, come da tradizione consolidata, sono caratterizzate da dimensioni e volumi ridotti specialmente se confrontati con le operazioni di natura *cross-border*¹⁴.

Per quanto concerne le operazioni di acquisizione internazionale con target italiano, si può constatare che l'Italia cresce in termini di attrazione per gli investitori dal 2017, ma si rilevano ancora molte complessità che scoraggiano gli investimenti esteri e che pertanto definiscono tali risultati come non particolarmente convincenti a classificare tale Paese tra i più virtuosi. Tale affermazione spinge a ritenere che sono necessarie delle misure di correzione in modo da rendere il Paese un potenziale destinatario anche di operazioni di tipo *greenfield*. Esse sarebbero sicuramente proficue per arricchire il tessuto economico e sociale, poiché darebbero origine a nuove risorse¹⁵.

In siffatto scenario, le imprese italiane si uniscono al mercato M&A diventandone parte attiva, nonché esempio di successo. Occorre, infatti, tenere conto della spinta sovranazionale che negli ultimi tempi ha caratterizzato le PMI, in particolare le medie imprese. Queste ultime, infatti, hanno dimostrato di saper sfruttare le opportunità economiche, superando in modo propositivo i limiti strutturali, apportando valore nel tessuto economico italiano e diventando un modello di successo da esportare nel mondo¹⁶.

I summenzionati *business model*, inoltre, grazie alle loro innate caratteristiche, capaci di riassumere e integrare i benefici e i vantaggi della piccola e grande dimensione, nascono a forte vocazione internazionale e hanno la capacità di agire in tutti i settori del made in Italy, così da poter essere definiti delle “multinazionali tascabili”¹⁷.

¹⁴ KPMG, *Nel 2018 mercato a due velocità: dopo una buona partenza rallentamento nel secondo trimestre*, <https://home.kpmg/it/it/home/media/press-releases/2019/01/2018-mercato-italiano-fusioni-e-acquisizioni.html>, luglio 2019;

¹⁵ RankingItalia, Aibe Index: l'Italia guadagna attrattività per gli investitori esteri, <http://www.rankingitalia.it/aibe-index-litalia-guadagna-attrattivita-per-gli-investitori-esteri/>, agosto 2019;

¹⁶ Deaglio M., *L'Italia che cresce in Europa*, https://www.lastampa.it/opinioni/editoriali/2019/05/30/news/l-italia-che-cresce-in-europa-1.33705675?refresh_ce, luglio 2019;

¹⁷ Resciniti R., Matarazzo M., in Caroli M., *Gestione delle imprese internazionali*, McGraw-Hill Education, Milano (2016).

Nonostante il ruolo cruciale delle PMI per l'economia italiana, tali imprese, d'altro canto, non hanno la possibilità di godere di un adeguato sostegno istituzionale e di idonei supporti di accesso al credito. È chiaro che tali ostacoli limitino il forte potenziale di crescita.

Secondo molti studiosi, il sistema economico industriale italiano dipenderà dall'impatto che avranno i prossimi investimenti esteri sul territorio locale, anche in caso di mere operazioni di acquisto. Tale processo, già attivo da svariati anni, coinvolgerà diversi *stakeholder*. Difatti, qualsiasi operazione di tal tipo produce degli effetti che possono avere risvolti sia negativi che positivi per i diversi soggetti coinvolti. Ad esempio, negli IDE rientrano gli investimenti di tipo *greenfield* i quali producono nuove risorse nel territorio in cui vengono insediati, maggiore indotto, nuova ricchezza e auspicabilmente nuove opportunità lavorative; per tale motivo tale tipologia di investimento è auspicabile rispetto all'investimento di tipo *brownfield*, il quale spesso comporta un mero cambio di proprietà, ma anche nuove risorse introdotte in azienda e altrettanto auspicabilmente *performance* migliori nel tempo. Naturalmente, il cambio di proprietà comporta che le scelte aziendali, dipendendo da altri vertici, seguano diversi vincoli e approcci¹⁸. Eclatante e significativo, in tal senso, è stato il caso italiano di Embraco.

Cap 3. Il brand equity aziendale

Ciascuna fase delle operazioni di acquisizione risulta essere critica e fondamentale per la sua buona riuscita. Le imprese acquirenti, però, tendono a concentrare le proprie attenzioni e i propri sforzi su questioni di carattere interno; in tal caso sussiste il rischio di perdere il focus sul consumatore. Il consumatore, difatti, può divenire fautore del successo, o meno, di tutta l'operazione. Tale aspetto è stato per molto tempo considerato secondario rispetto ad altre tipologie di valutazioni, concernenti, più nello specifico, caratteri puramente economici piuttosto che legati ad una prospettiva di marketing. Durante la fase di post-acquisizione, ciascuna azienda affronta un alto rischio di perdita della quota di mercato; in alcune fattispecie, si può ragionevolmente sostenere che anche i consumatori con un più alto livello di fidelizzazione devono essere stimolati e accompagnati durante tale trasformazione¹⁹. La ragione di tale affermazione è data dal possibile processo di disorientamento e incertezza del consumatore,

¹⁸ Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018);

¹⁹ Bakier M. Shelton M., *Keeping your sales force after the merger: merging companies should look to the revenues, not just their costs*, The McKinsey Quarterly (2005).

legato ai nuovi e potenziali sviluppi del brand acquisito, specialmente in caso di operazione *cross-border*²⁰. Solo negli ultimi anni sono stati approfonditi siffatti temi ed è stato conferito il giusto rilievo ad una delle sfide più grandi che un'azienda coinvolta in un'operazione M&A possa avere, ossia la *customer retention*.

Alla base degli studi sull'atteggiamento del consumatore vi è un concetto fondamentale da cui dover partire, ovvero che ciascun consumatore riconosce un determinato valore ai *brand* presenti sul mercato e in base a ciò instaura una relazione più o meno profonda. Il valore di un marchio, definito come *brand equity*, è un concetto multidimensionale che fa riferimento agli *assets* immateriali dell'impresa, attivi e passivi, e si basa sulla conoscenza di un *brand*, nonché su uniche associazioni impresse nella memoria di un dato mercato che si aggiungono (o sottraggono) al valore generato dal prodotto e/o servizio offerto²¹.

Gli *assets* del *brand equity* sono alla base della capacità di creazione del valore dell'azienda e questi possono essere identificati in diversi fattori, tra cui²²:

- *Brand loyalty*. Quanto più è profondo il legame tra un consumatore e un dato marchio, tanto più egli sarà portato a ripetere l'azione di acquisto nel tempo, risultando scoraggiato nel rivolgersi verso altri *brand* presenti sul medesimo mercato;
- *Perceived quality*. Tradotta letteralmente in "qualità percepita", può essere definita come la generale percezione della qualità, o anche superiorità, di un prodotto o servizio rapportato allo scopo o al bisogno che deve essere soddisfatto dal consumatore e rispetto a prodotti o servizi alternativi presenti sul mercato;
- *Brand association*. Essa è definita come quell'insieme di immagini e ricordi attraverso cui il consumatore memorizza un dato *brand* nella propria memoria.

Si desume una correlazione positiva tra *brand loyalty*, *perceived quality*, *brand association* e *brand equity*: a un maggiore grado dei primi corrisponde un maggiore grado del valore complessivo del *brand* che gli viene attribuito dal consumatore²³.

²⁰ Homburg C. Bucerus M., *A marketing perspective on merger and acquisitions: how marketing integration affects post-merger performance*, Journal of Marketing (2005);

²¹ Barwise Patrick, *Brand Equity: Snark or Boojum?*, International Journal of Research in Marketing, <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/016781169390036X>, (1993);

²² Aaker D.A., *Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand Name*, The Free Press, New York (1991);

²³ Ming Lee H. Chi Lee C. Chen Wu C., *Brand image strategy affects brand equity after M&A*, European Journal of Marketing (2008).

In alcune ipotesi, le operazioni di M&A, soprattutto in caso di operazioni *cross-border*, divengono operazioni di rottura degli equilibri di mercato e, di conseguenza, il consumatore viene sollecitato a riformulare anche il proprio legame con il *brand* oggetto dell'acquisizione. Diviene quindi fondamentale per il management delle aziende coinvolte nella M&A di comprendere anticipatamente la reazione potenziale del mercato, al fine di poter attivare eventuali procedure e strategie che possano portare ad un accrescimento del valore della nuova realtà creatasi e non l'eventuale perdita di quota di mercato. L'impresa acquirente potrebbe non incontrare un atteggiamento favorevole da parte del bacino di consumatori del *brand* acquisito, in quanto l'operazione in sé potrebbe essere riconosciuta, secondo la teoria psicologica della reattanza, come una minaccia alla loro libertà di scelta. D'altra parte, i consumatori potrebbero riconoscere l'operazione come favorevole nel caso in cui porti vantaggi all'impresa acquisita, mantenendo o migliorando determinati attributi del *brand*, quali ad esempio la qualità percepita.

Diversi studi hanno provato a comprendere le diverse condizioni e fattori che possono influenzare il giudizio del mercato. Secondo un recente studio di marketing il *brand ownership* è risultato come uno dei fattori cruciali che influisce sul risultato delle acquisizioni internazionali²⁴. Esso fa riferimento ad uno stato psicologico in cui il soggetto palesa un legame possessivo rispetto ad uno specifico marchio, come se potesse esercitare un reale controllo sullo stesso. In caso di acquisizione aziendale, il sentimento di *brand ownership* del consumatore generalmente produce resistenza di fronte ai cambiamenti che riguardano il *brand*, soprattutto nel momento in cui tale alterazione è inaspettata, indesiderata e non auto-indotta dal consumatore. L'acquisizione comporta, dunque, una rottura della connessione emotiva tra il consumatore e il *brand*. È stato inoltre dimostrato come l'effetto negativo di un alto livello di *brand ownership* nell'atteggiamento del consumatore e nelle sue intenzioni di acquisto viene mitigato dalla *country-disidentification* in caso questa risulti minima rispetto al Paese di origine dell'impresa acquirente²⁵.

Da tale circostanza discende un ulteriore fattore fondamentale, che influenza i processi di M&A internazionali, l'immagine del Paese di provenienza o *country image*.

²⁴ Chang H. Kwak H. Puzakova M. Park J. Smit, *It's no longer mine: the role of brand ownership and advertising in cross-border brand acquisitions*, International Journal of Advertising (2015);

²⁵ White K. Dahl D., *To be or not to be? The influence of dissociative reference groups on consumer preferences*, Journal of Consumer Psychology (2006).

Si riconosce che, se il Paese di origine gode di una buona reputazione, correlata alla qualità del prodotto, la *country-of-origin image* produce un effetto persuasivo nei confronti del consumatore nel mantenere il legame con l'impresa locale anche dopo l'acquisizione²⁶.

La *COO image* è un fattore estrinseco del bene aziendale e produce effetti sulla percezione dei prodotti locali da parte del consumatore, nonché sulle tendenze di acquisto²⁷. In caso di *cross-border acquisition*, il mutamento della proprietà, da locale a straniera, porta il consumatore ad associare la nuova realtà ad una diversa *COO image*, influenzando sulla sua percezione del *brand*. Molti studi empirici hanno dimostrato che la percezione del *brand* da parte del consumatore regredisce nel caso in cui si passa da un Paese con una maggiore *COO image*, legata ad una specifica categoria di prodotto, ad un altro con livelli associativi minori²⁸.

In tema di *cross-border acquisitions*, infine, non si può tralasciare l'immagine del *brand* stesso, quale principale fattore che agisce sulla percezione del consumatore. La *brand image* è per definizione la percezione del *brand* frutto dell'immagine conservata nella memoria del consumatore. Questa si compone nei ricordi e nelle emozioni suscitate dall'azienda, impresse nella mente del soggetto fruitore dell'esperienza. Tale "immagine", positiva o negativa che sia, diviene un simbolo attraverso cui il consumatore ricorda e associa il *brand* sottostante, nonché una forma di garanzia sulle peculiarità del prodotto o servizio offerto. In generale, una positiva *brand image* comporta un miglioramento delle performance di mercato in termini di incremento della fedeltà clientelare che, oltre a portare il consumatore ad aumentare il proprio bacino di spesa e a essere disposto a pagare un *premium price* aggiuntivo, genera un positivo e influente *word-of-mouth*, importante leva di marketing²⁹.

Questi studi, in conclusione, dimostrano come le aziende acquirenti dovrebbero porre maggiore attenzione sui reciproci effetti tra *brand ownership*, *country-of-origin image*, *brand image* e *brand equity*.

²⁶ Ming Lee H. Chi Lee C., *Country-of-origin and brand redeployment impact after brand acquisition*, Journal of Consumer Marketing (2011);

²⁷ Knight J. Holdsworth D. Mather D., *Country-of-origin and choice of food imports: an in-depth study of European distribution channelgatekeepers*, Journal of International Studies (2007);

²⁸ Pappu R. Quester P.G. Cooskey R.W., *Country image and consumer-based brand equity: relationships and implications for international marketing*, Journal of International Studies (2007);

²⁹ Faircloth J.B. Capella L.M. Ahord B.L., *The effect of brand attitude and brand image on brand equity*, Journal of Marketing Theory and Practice (2001).

Ciascuno di questi *drivers* ha immediate ricadute sul comportamento di acquisto del mercato e, nel loro complesso, decretano le sorti delle operazioni di M&A di natura *cross-border* con possibile vanificazione degli sforzi effettuati dalle controparti.

Le tre dimensioni del *brand equity* – *perceived quality*, *brand association* e *brand loyalty* – risultano pertanto sensibili a tali operazioni. Difatti, per un *brand* a cui si attribuisce alto valore, una operazione di fusione o acquisizione comporta generalmente una significativa diminuzione del *brand equity*. Al contrario, per una realtà caratterizzata da un basso valore del *brand*, la stessa operazione può essere sfruttata per migliorare la propria posizione nel mercato³⁰.

Naturalmente, i management aziendali possono intraprendere una serie di iniziative volte a contrastare gli effetti negativi delle M&A. Queste sono dirette a stabilizzare il legame tra il consumatore e il *brand* acquisito, nonché a creare e rafforzare il legame con il *brand* acquirente. È fondamentale che il consumatore continui a percepire il nuovo *brand* in modo “coerente” rispetto alla realtà aziendale pre-esistente, soprattutto in caso di fusioni o acquisizione volte ad una totale integrazione delle organizzazioni coinvolte nell’operazione³¹.

In generale, tali manovre si possono riassumere in pochi suggerimenti manageriali destinati a creare o a mantenere una migliore percezione della realtà post-acquisizione. Primo tra tutti la non sostituzione della compagine manageriale del *brand* acquisito al fine di garantire coerenza nella direzione aziendale, la creazione di un servizio *after-sales* e l’utilizzo costante di strumenti che possano essere utilizzati al fine di costruire e mantenere il legame con il consumatore.

Cap. 4 L’analisi empirica

Le *performance* post-acquisizione sono dunque strettamente connesse a variabili multiple che ne determinano la profittabilità; per tale motivo, la gestione delle stesse ha acquisito sempre più rilevanza all’interno delle realtà imprenditoriali.

Un ulteriore fattore d’influenza è dato dalla “distanza” tra i Paesi coinvolti nell’operazione di M&A, considerata fondamentale in virtù dell’influenza che esercita sulla possibile creazione di sinergie aziendali.

³⁰ Lee H. Lee C. Wu C., *Brand image strategy affects brand equity after M&A*, *European Journal of marketing* (2008);

³¹ Pina J.M. Dall’Olmo R.F. Lomax W., *Generalizing spillover effects of goods and service brand extensions: a meta-analysis approach*, *Journal of Business Research* (2013).

Il qui menzionato concetto di “distanza” non si riferisce a una mera distanza geografica. Esso considera le differenze culturali derivanti dalla diversa localizzazione fisica, che anche inconsapevolmente determinano una reazione del consumatore. Il concetto di distanza culturale risale alla letteratura degli anni Ottanta, che ebbe Hofstede come uno dei suoi maggiori esponenti. Egli definì la cultura come “*the collective programming of the mind which distinguishes the members of one human group from another*”³². Il costrutto distanza-culturale ha permesso di porre in evidenza che la distanza culturale tra Paesi può compromettere i risultati delle operazioni di M&A, in quanto questa si traduce in ulteriori differenze che afferiscono a norme, processi, routine e a altri diversi aspetti legati al *management*, che caratterizzano ciascuna azienda posta sul mercato³³. I risultati, fino ad ora ottenuti, riportano una decisiva correlazione negativa tra distanza culturale e crescita del fatturato e dell’EBITDA nel periodo successivo alla *merger*. Confermando le tesi secondo cui la distanza culturale riveste un ruolo fondamentale negli studi riguardanti le acquisizioni internazionali, essa a sua volta appare come un dato oggettivo che non combacia pienamente con la prospettiva del consumatore, la quale in tale studio viene assunta come visione prospettica principale. Difatti, avendo posto al centro il consumatore, si necessita di un ulteriore esame del concetto di distanza, in tal caso, dal punto di vista psicologico; la distanza psichica si basa sulla percezione del singolo consumatore. In siffatta ipotesi, quindi, è il consumatore a definire lo spazio che intercorre tra un Paese estero e il proprio, basandosi sulla capacità di identificarsi in quella data cultura o meno.

I contributi teorici, inerenti agli effetti della distanza psichica su operazioni di M&A internazionali, riportano che l’atteggiamento del consumatore può essere decifrato attraverso l’apporto di due teorie esplicative del comportamento umano, quali la teoria dell’identità, *The Social Identity Theory*, e la teoria della categorizzazione sociale.

Si ritiene, infatti, che ciascun consumatore tende ad identificarsi in determinati gruppi, gli *in-group*, e al contempo a evitare associazioni di qualunque tipo con altri, gli *out-group*, contraddistinti da accezioni negative.

Secondo tali teorie, ciascun Paese può essere riconosciuto come un *in-group* o un *out-group* in virtù della distanza psichica rilevata dal soggetto d’analisi.

³² Hofstede G., *Culture’s Consequences: International differences in workrelated values*, Beverly Hills, CA (1980);

³³ Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all’estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018).

Se il Paese dell'azienda acquirente è riconosciuto come un *out-group*, o un *dissociative group*, allora il consumatore probabilmente risponderà in maniera non positiva, rifiutando la *merger* e spezzando il proprio legame con l'azienda locale. Nel contesto internazionale è, pertanto, ragionevole attendersi che tali percezioni possono impattare sull'atteggiamento del consumatore e, attraverso un effetto domino, sulla profittabilità dell'investimento dato dall'operazione acquisitiva.

Ulteriore variabile fondamentale è la *corporate reputation*. Essa fa riferimento alla considerazione di cui gode un'organizzazione in virtù della sua capacità di soddisfare le aspettative dei diversi *stakeholder* nel tempo³⁴.

La reputazione aziendale esercita un forte impatto sulle *performance* economiche e finanziarie aziendali, nonché sulla fedeltà della clientela e sulle intenzioni di acquisto e riacquisto; come molti studi hanno dimostrato, esiste un rapporto di positiva correlazione tra i diversi fattori.

Questa dipenderà, infatti, dalla percezione del consumatore circa le generali capacità dell'azienda acquirente di preservare e riprodurre gli originali attributi del prodotto e gli *assets* intangibili nella fase di post-acquisizione³⁵.

Ciò che si evince dalla letteratura, seppur ancora limitata rispetto a tale argomento, è che esiste un legame rilevante tra *corporate reputation* e distanza Paese nelle acquisizioni internazionali.

In tema di M&A, volendo considerare la *corporate reputation* nelle sue accezioni della mobilità e della trasferibilità, il suo trasferimento avviene nel momento in cui l'azienda acquirente consegue benefici in virtù della buona reputazione dell'azienda acquisita a seguito del *deal* e ciò determina un conseguente accrescimento del valore di tutta l'operazione.

È importante, però, segnalare che tale effetto positivo è vincolato ad una non disparità reputazionale delle aziende coinvolte; l'eccessiva disuguaglianza tra i *brand*, in termini di *corporate reputation*, azzerà i benefici relativi all'operazione.

Infine, come si è già anticipato, la *country image* risulta uno dei principali fattori endogeni capaci di produrre rilevanti effetti sul consumatore e di conseguenza sull'esito dell'operazione di M&A.

³⁴ Glossario Marketing, *Corporate reputation*, <https://www.glossariomarketing.it/significato/corporate-reputation/>;

³⁵ Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018).

Un alto livello di *country image* può ridurre lo stato di incertezza del consumatore conseguente a una CBA ed aumentare le probabilità di fiducia nei confronti dell'azienda acquirente e trasformarsi così in intenzione di acquisto del prodotto.

Vi sono anche casi in cui gli effetti della *country image* agiscono in maniera meno rilevante sulla mente del consumatore; l'alta reputazione di un *brand* potrebbe bilanciare la potenziale immagine negativa del Paese all'interno del mercato³⁶.

Da tali premesse, questo capitolo ha l'obiettivo di focalizzarsi sul tema della reputazione aziendale, vincolata alla variabile *country image* attraverso un'analisi empirica basata sulla simulazione di quattro diverse operazioni di *cross-border acquisitions*. Queste ultime divergono, in prima analisi, in virtù dell'origine dell'azienda acquirente. In tal modo, si è potuto mettere in gioco un'ulteriore variabile quale quella della distanza psichica³⁷.

L'ipotesi principale è che la *corporate reputation* dell'azienda acquirente possa assumere il ruolo di *distance-bridging factors*³⁸ al fine di bilanciare gli effetti della *country image* e mitigare, al contempo gli effetti negativi della distanza psichica verso l'impresa acquirente così da conservare il rapporto di *customer loyalty* relativo all'impresa target fino a quel momento.

Pertanto:

H1: In un'acquisizione *cross-border*, l'atteggiamento del consumatore e le sue intenzioni di riacquisto, verso l'impresa acquisita, tendono ad essere significativamente migliori in caso di una favorevole *corporate reputation* dell'azienda acquirente.

H2: In un'acquisizione *cross-border*, una favorevole *country image* dell'azienda acquirente mitiga l'impatto di una negativa *corporate reputation* sulle intenzioni di riacquisto del consumatore verso l'impresa acquisita.

Il test dell'ipotesi è stato effettuato attraverso la diffusione di due coppie di questionari divergenti tra loro in quanto le situazioni da essi rappresentati coinvolgono diverse imprese con caratteristiche difformi. L'esperimento considera un'acquisizione internazionale promossa da

³⁶ Jo M.S., *Why country of origin effects vary in consumer's quality evaluation: a theoretical explanation and implications for country of origin management*, Journal of Global Marketing (2005);

³⁷ Matarazzo M., De Vanna F., Lanzilli G., Resciniti R., *Cultural distance, reputation transferability, and cross-border acquisitions: a consumer perspective*, Progress in International Business Research (2017);

³⁸ Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018).

due imprese spagnole e da due imprese sud-coreane a vantaggio di un'azienda italiana operante nel settore del *food*. Le imprese acquirenti differiscono tra loro per alta/bassa *psychic distance* e alta/bassa *corporate reputation*.

Lo studio individua in via preliminare la variabile dipendente, quale l'atteggiamento del consumatore e le sue intenzioni di riacquisto del prodotto dell'impresa target, e la variabile indipendente, riconosciuta nella *country image*. Le imprese considerate si contraddistinguono per due dimensioni che attengono alla costruzione della reputazione aziendale, quali la *corporate ability (CA)* e la *corporate social responsibility (CSR)*.

I questionari sono stati somministrati a un campione casuale composto mediamente da 62 individui con età media compresa tra i 25 e i 34 anni e residenti in Italia.

Ciascun questionario è composto da una parte introduttiva, che presenta lo scenario di partenza dell'operazione di acquisizione aziendale e i dettagli della stessa, nonché una serie di domande volte alla comprensione dell'atteggiamento del consumatore verso l'impresa acquisita a seguito del *deal*, tanto più la sua propensione al riacquisto.

In particolare, lo scenario presentato si compone di quattro costanti fondamentali, presenti nella totalità dei questionari somministrati:

- l'azienda acquirente acquisisce pieno controllo dell'azienda target;
- l'azienda target non muta il nome originario del *brand*;
- il management dell'azienda acquirente viene sostituito con il management estero;
- l'azienda target gode di ottima reputazione aziendale e opera in Italia nel settore *food*, producendo e distribuendo prodotti dolciari.

La scelta del settore *food* non risulta essere casuale. Si è optato, infatti, di scegliere una *industry* che fosse rappresentativa dell'immagine Paese Italia e del *made in Italy* nel mondo, in modo tale da creare un impatto rilevante nella mente del consumatore; da ciò nasce anche l'idea di specializzare l'azienda italiana su prodotti dolciari. Inoltre, a coloro i quali sono stati somministrati i questionari si è chiesto, esplicitamente, di ipotizzare di essere clienti abituali dell'impresa locale.

Per quanto concerne la scelta dei Paesi esteri, al contrario, questa si basa sull'analisi di due Paesi per cui si è potuto riconoscere a priori un'alta e una bassa distanza psichica. Da uno studio

precedente, posto all'interno di una ricerca più ampia³⁹, è stato difatti riconosciuto che i consumatori italiani individuano generalmente la Spagna come una nazione vicina e un *in-group*, mentre la Sud Corea come una nazione lontana e un *out-group*. Pertanto la scelta è ricaduta su tali Paesi.

La variabile *country image* è valutata attraverso la somministrazione di specifiche domande su aspetti macro economici del Paese preso a riferimento; il campione di analisi ha assegnato un punteggio per ciascuno dei descrittori assegnati.

L'analisi ha dimostrato che l'atteggiamento del consumatore, nonché le sue intenzioni di riacquisto, tendono ad essere significativamente migliori nel caso in cui la *corporate reputation* dell'acquirente sia più forte, indipendentemente dalla variabile *country image*. Per tali circostanze, si può dunque riconoscere a quest'ultima variabile un ruolo marginale. Pertanto la prima ipotesi risulta verificata (H1).

Al contrario, nei casi in cui la *corporate reputation* è bassa per entrambe le aziende, l'immagine del Paese assume un significato più rilevante senza però riuscire a mitigare completamente gli effetti negativi della *CR*. Pertanto la seconda ipotesi non è verificata (H2).

Tale elaborato, pertanto, comprova che, in caso di *cross border acquisitions*, la *corporate reputation* è un driver fondamentale. Essa influenza l'atteggiamento del consumatore e il suo rapporto con le aziende poste all'interno del mercato, in quanto capace di influire positivamente sulla *brand loyalty*, la *brand association* e la *perceived quality*. Essa riesce, quindi, a mitigare anche eventuali effetti negativi prodotti da un livello mediocre della variabile *country image*, nonché di un'elevata distanza psichica, sul *brand equity* aziendale. Per tale motivo, l'ipotesi risulta confermata.

In sostanza, al consumatore è stato riconosciuto un ruolo significativo per il successo o il fallimento di un'acquisizione internazionale, basandosi su variabili che attengono ad *assets* tangibili e intangibili dell'azienda acquirente e dell'azienda acquisita. In particolare, come dimostrato da tale lavoro, il consumatore riconosce alcuni variabili aziendali come più rilevanti rispetto ad altre, è il caso della *corporate reputation* che diviene uno dei principali driver dell'atteggiamento del consumatore all'interno del mercato.

³⁹ Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R., *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al made in Italy o perdita delle radici?*, FrancoAngeli, Milano (2018).