

Dipartimento  
di Impresa e Management

Cattedra di Economia e Gestione delle Imprese Internazionali

*Investimenti esteri e acquisizioni in Italia:  
iniezioni di capitale nella Media impresa italiana e  
il caso Buccellati Holding S.p.A.*

Prof. Riccardo Resciniti

---

RELATORE

Prof. Alberto Festa

---

CORRELATORE

Michele Tosiani

Matr. 702821

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2018/2019

*Un ringraziamento speciale è rivolto  
ai miei “collegi” universitari, a tutti i miei amici,  
alla mia ragazza, e soprattutto alla mia famiglia,  
porto sicuro nel mare magnum della vita,  
alla quale dedico questo lavoro finale.*

# INDICE

## PRIMO CAPITOLO

<b>1 LE FINALITA' E LE MODALITA' DI REALIZZAZIONE DEGLI INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI .....</b>	<b>7</b>
<b>1.1 I CRITERI DI SCELTA DELL'INVESTIMENTO .....</b>	<b>10ccc</b>
<b>1.2 LA MATRICE MODALITA'/MERCATI .....</b>	<b>12</b>
<b>2 LE OPPORTUNITA' GEOGRAFICHE DI INVESTIMENTO .....</b>	<b>15</b>
<b>2.1 LA SCELTA LOCALIZZATIVA .....</b>	<b>15</b>
<b>2.2 I PAESI IN VIA DI SVILUPPO vs ECONOMIE FORTI .....</b>	<b>17</b>
<b>2.3 GLI INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI ORIZZONTALI.....</b>	<b>19</b>
<b>2.4 GLI INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI VERTICALI .....</b>	<b>23</b>
<b>3 I TREND DI INVESTIMENTO NELL'ECONOMIA GLOBALE.....</b>	<b>26</b>

## SECONDO CAPITOLO

<b>4 LE CARATTERISTICHE DEGLI IDE IN ITALIA .....</b>	<b>31</b>
<b>4.1 I TREND M&amp;A NEL MERCATO ITALIANO .....</b>	<b>35</b>
<b>4.2 GLI ACQUIRENTI STRATEGICI E FINANZIARI: MULTIPLI DI MERCATO .....</b>	<b>41</b>
<b>4.4 I BIG DATA E CREAZIONE DI VALORE POST-ACQUISIZIONE.....</b>	<b>43</b>
<b>5 LE M&amp;A A LIVELLO GEOGRAFICO .....</b>	<b>45</b>
<b>5.1 I SETTORI E SEGMENTI ATTRATTIVI.....</b>	<b>46</b>

## TERZO CAPITOLO

<b>6</b>	<b>I TRATTI DISTINTIVI DELLA MEDIA IMPRESA ITALIANA .....</b>	<b>52</b>
6.2	LE PMI TORNANO AI LIVELLI PRE-CRISI.....	55
<b>7</b>	<b>IL CAPITALE ESTERO PER LA CRESCITA DELLA MEDIA IMPRESA.....</b>	<b>56</b>
7.1	PROPRIETA' E CONTROLLO: LE IMPRESE FAMILIARI E L'APERTURA DEI BOARD .....	58
7.2	LE IMPRESE PRONTE ALLA CRESCITA: FONDI DI PRIVATE EQUITY E QUOTAZIONE IN BORSA .....	64
7.3	OLTRE LA CRESCITA: LA COMPETITIVITA' TERRITORIALE .....	69

## **QUARTO CAPITOLO**

<b>8</b>	<b>LA MEDIA IMPRESA DI SUCCESSO ITALIANA DESTINATARIA DI CAPITALI ESTERI: IL CASO BUCCELLATI.....</b>	<b>71</b>
8.1	L'EVOLUZIONE DI BUCCELLATI: LA NASCITA, LA SVOLTA ORGANIZZATIVA, LA CRESCITA.....	73
8.2	I DATI DI BILANCIO: CRESCITA, PORTAFOGLIO DI BUSINESS, INDICATORI QUANTITATIVI 75	
8.3	LA CRESCITA ATTRAVERSO UN NUOVO ASSETTO: DA IMPRENDITORIALE A MANAGERIALE.....	82
8.4	DALL'ASSETTO MANAGERIALE A QUELLO INTERNAZIONALE: SCENARIO ATTUALE .....	84

	<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>86</b>
--	-------------------------	-----------

	<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>88</b>
--	--------------------------	-----------

	<b>SITOGRAFIA .....</b>	<b>94</b>
--	-------------------------	-----------

## PREMESSA

Questo elaborato nasce con l'obiettivo di comprendere se gli investimenti e le iniezioni di capitale provenienti dall'estero possono giovare all'economia italiana e alle imprese che la compongono, in maniera ancora maggiore per quelle specializzate nei loro segmenti. La progressiva riduzione della soglia dimensionale minima per accedere ai mercati internazionali sta generando un fenomeno di "democratizzazione dell'internazionalizzazione". Infatti, questa permette alle PMI di proiettarsi nei mercati mondiali.

Nel primo capitolo, quasi interamente teorico, con l'ausilio della letteratura analizzeremo le principali cause e modalità di realizzazione degli investimenti esteri: questi vengono messi in atto dalle imprese che hanno la necessità/volontà di realizzare attività complesse e riguardanti determinate fasi della catena del valore o la gestione internazionale di business, o ancora lo sviluppo di particolari competenze distintive in Paesi diversi da quello di origine. Come vedremo nel capitolo, quando un'impresa decide di investire capitali all'estero si trova immediatamente di fronte a tre scelte fondamentali: le modalità di realizzazione dell'investimento greenfield/brownfield, costituzione di una joint venture, strutture o progetti realizzati da sussidiarie estere del gruppo già operative nel Paese estero, acquisizione di una partecipazione rilevante in un'impresa estera; i criteri di scelta dell'investimento, che spesso deve tener conto delle condizioni normative poste dal Paese target; e ultima ma non per importanza la scelta di posizionamento nella matrice modalità mercati, un modello analitico-interpretativo, ideato da R.Resciniti e M.Matarazzo, che mette in relazione le principali scelte da prendere nelle strategie di entrata quali il luogo e la modalità di realizzazione nei mercati esteri. Di seguito saranno analizzate le opportunità geografiche di investimento, nella continua evoluzione dei mercati. Dapprima analizzando la scelta localizzativa dell'impresa per concludere spiegando che gli investimenti possono prendere due direzioni principali, cioè essere rivolti o ad un'industria estera, la quale ha un core business simile a quella dell'impresa che investe su di essa, o al fine estendere la catena del valore già in possesso. Le ultime pagine del capitolo contengono una parentesi relativa allo stato degli investimenti mondiali, redatto annualmente dalla Conferenza delle Nazioni Unite sul Commercio e lo Sviluppo UNCTAD. I travolgenti processi di integrazione internazionale prodotti dagli investimenti e dalla globalizzazione hanno coinvolto l'intero tessuto imprenditoriale, esposto da un lato alla competitività delle economie emergenti ma dall'altro anche a tutte le nuove opportunità che i mercati esteri possono offrire.

Nel secondo capitolo sono descritti i tratti singolari che gli investimenti e i flussi di capitale hanno avuto negli ultimi anni nel nostro Paese. Attraverso le indagini e i dati raccolti da KPMG e PWC

saranno analizzati i tratti di un aumento del volume di mercato degli investimenti italiani del 2018, che per un certo verso segna un record nelle serie storiche degli ultimi anni, sia per numero di operazioni che controvalore complessivo. In un panorama dove il mercato delle acquisizioni è vivo, si può ammettere che le aziende italiane siano appetibili a un grande numero di grandi gruppi internazionali. Tutto ciò però deve essere compatibile con gli alti multipli che richiedono gli investimenti e con uno scenario post-acquisizione che per le imprese italiane rappresenta spesso un momento di discontinuità a livello aziendale e organizzativo a causa di una cultura forse troppo radicata alle tradizioni. Tuttavia, attraverso lo studio e l'approfondimento sulle varie destinazioni degli investimenti riguardo il nostro ricco territorio si può notare come le imprese italiane, attraverso un tessuto di settori e segmenti nei quali svolge un ruolo primario al mondo, siano molto apprezzate, non solo da investitori esteri.

Nel terzo capitolo il focus sugli investimenti verrà ristretto alla media impresa italiana, analizzando dapprima le sue caratteristiche attraverso doverose distinzioni, spesso vaghe data la grandezza dell'universo di PMI esistenti nel nostro tessuto produttivo. Dopo la crisi, tuttavia, non si erano mai registrati livelli di imprese di medio o piccolo taglio così elevati, segnale positivo da un lato e negativo. Il nostro Paese è stato colpito dalla crisi e il mondo imprenditoriale ha avuto una forte battuta d'arresto. Infatti, le cause di tale declino sono state maggiormente identificate nella limitata dimensione delle imprese nazionali. I sistemi locali di piccola e media dimensione, anche se specializzati nei settori tradizionali del Made in Italy, si sono rivelati poco adatti a fronteggiare la competizione internazionale e acquisire una posizione di spicco nel contesto internazionale. Far crescere la loro dimensione è la reale sfida che spetta al mercato, sempre più spesso attraverso fondi di Private Equity o la quotazione in borsa, e alla proprietà delle imprese stesse, che nella maggior parte dei casi sono familiari quindi associate ad una bassa propensione all'apertura del controllo, ma a una maggiore vocazione internazionale.

L'analisi proseguirà poi con Buccellati Holding Italia, un'azienda italiana di gioielleria, orologeria, accessori di lusso con spiccata visibilità nazionale e tratti internazionali già nei primi anni dopo la sua fondazione. Si tratta di un'azienda che ricopre una posizione di nicchia, ovvero relativamente piccola all'interno del contesto competitivo quale quello della moda, ma relativamente grande rispetto ai concorrenti diretti focalizzati sul target di riferimento. Questa media impresa che è stata capace di raccogliere la sfida internazionale di cui accennato in precedenza, prima attraverso un passaggio di proprietà da parte di un fondo italiano, e in un secondo momento essendo rilevata dal fondo cinese Gangtai nel 2017. Il caso Buccellati offre spunti interessanti per leggere l'evoluzione delle strategie competitive di una media impresa che riesce ad armonizzare i risvolti quantitativi e qualitativi della propria crescita facendo leva sul proprio set di competenze core.

## PRIMO CAPITOLO

### 1 LE FINALITA' E LE MODALITA' DI REALIZZAZIONE DEGLI INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI

Quale possibile Strategia di entrata nei mercati esteri, gli IDE sono determinati dalla volontà dell'impresa di realizzare attività complesse e riguardanti determinate fasi della catena del valore o la gestione internazionale di business complessi, o ancora lo sviluppo di particolari competenze distintive in Paesi diversi da quello di origine.

Più in particolare, alla base delle motivazioni di un investimento diretto estero vi possono essere uno o più tra gli obiettivi gestionali<sup>1</sup> come un presidio più diretto del mercato geografico estero, attraverso una migliore relazione con la domanda, riduzione dei costi logistici, superamento dei limiti all'importazione; oppure riduzione dei costi di produzione, attraverso l'utilizzo di input localmente disponibili a condizioni economiche più convenienti di quelle esistenti nel Paese di origine; o anche miglior accesso a risorse distintive, attraverso una vicinanza ancora maggiore con fonti di tali risorse particolarmente rilevanti. Questo obiettivo risulta significativo soprattutto nel caso delle conoscenze tecnologiche e delle materie prime; inoltre acquisizione di risorse (materiali o immateriali) non disponibili in misura adeguata nell'area geografica di origine e rilevanti per competere; infine anche razionalizzazione della configurazione produttiva internazionale per aumentare l'efficienza complessiva e ottimizzare la dislocazione geografica della capacità produttiva<sup>2</sup>.

Le modalità di realizzazione di un investimento diretto estero sono quattro<sup>3</sup>:

- investimento greenfield/brownfield;
- costituzione di una joint venture;
- strutture o progetti realizzati da sussidiarie estere del gruppo già operative nel Paese estero;
- acquisizione di una partecipazione rilevante in un'impresa estera.

La prima prevede la creazione di una unità organizzativa nuova, dotata di un certo complesso di risorse materiali e immateriali per la realizzazione di determinate attività; tale unità può essere creata con una propria personalità giuridica, assumendo quindi l'identità di una società di diritto del Paese estero ove è collocata, o senza, rimanendo pur sempre un'entità controllata da un'altra controllata del

---

<sup>1</sup> Caroli M., *Gestione delle Imprese Internazionali*, McGraw-Hill, Milano 2016;

<sup>2</sup> Caves, R.E., *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Cambridge, UK, University Press, 1996.

<sup>3</sup> Charles W.L Hill (2016), *International Business. Economia e strategia internazionale: l'impresa nei mercati globali*,

Sesta edizione, edito da Hoepli Milano

gruppo. Quando si crea una nuova struttura con funzioni produttive, a prescindere dalla configurazione societaria, l'investimento è denominato greenfield o brownfield, nel caso particolare sia collocato in un'area già utilizzata in passato e riadattata per nuove iniziative produttive<sup>4</sup>.

Una modalità di realizzazione di un'IDE per alcuni aspetti molto simili alla precedente è il conferimento di risorse finanziarie ed eventualmente anche di altri asset per la costituzione di una joint venture destinata a operare in un Paese estero. La creazione di una joint venture comporta la costituzione di nuova capacità, anche se di solito in un ambito temporalmente circoscritto e più specifico. Poiché la joint venture è una delle (principali) forme di internazionalizzazione attraverso accordi, oltre a rappresentare una modalità di insediamento produttivo internazionale, possono anche essere uno strumento per la realizzazione di altre modalità<sup>5</sup>.

Una terza modalità di investimento diretto estero riguarda strutture o progetti posti in essere da sussidiarie estere del gruppo già operative nel Paese estero. Questo investimento può avvenire attraverso il riutilizzo dell'utile netto da parte della sussidiaria al suo interno o comunque in strutture da essa controllate all'interno dello Stesso territorio; oppure con risorse fornite dalla corporate, tramite le controllate incaricate di gestire i flussi finanziari intragruppo o direttamente.

L'investimento può avere diverse finalità<sup>6</sup>:

- l'ampliamento della capacità produttiva della sussidiaria;
- la creazione di nuove attività o funzioni, tra le quali per esempio quelle relative allo sviluppo e innovazione;
- la realizzazione di una strategia competitiva con la quale è importante notare come gli obiettivi non necessariamente sono funzionali solo al rafforzamento competitivo della sussidiaria nel contesto geografico dove è collocata;
- possono anche essere orientati a creare le condizioni per attuare funzioni rilevanti a livello internazionale.

Da un punto di vista statistico<sup>7</sup>, rientrano negli investimenti diretti esteri anche gli apporti di capitale di credito di lungo termine (nella forma per esempio di sottoscrizione di obbligazioni) realizzati verso da altre società del gruppo o una controllata estera dalla corporate. Questo capitale ha caratteristiche analoghe all'apporto di capitale tramite equity, proviene dall'interno del gruppo ma da altri Paesi ed

---

<sup>4</sup> Caroli M., Globalizzazione e localizzazione dell'impresa internazionalizzata, Franco Angeli, Milano. 2000;

<sup>5</sup> Anand, J. e Kogut, B., 1997, Technological Capabilities of Countries, Firm Rivarly, and Foreign Direct Investment, «Journal of International Business Studies», terzo quadrimestre 1997.

<sup>6</sup> Caroli M., Gestione delle Imprese Internazionali, McGraw-Hill, Milano 2016;

<sup>7</sup> Charles W.L Hill (2016), International Business. Economia e strategia internazionale: l'impresa nei mercati globali, Sesta edizione, edito da Hoepli Milano



è realizzato per permettere alla sussidiaria che ne beneficia lo sviluppo di nuove funzioni e attività nell'area ove è collocata, laddove nell'investimento greenfield e nella creazione di una joint venture ciò implica la creazione di un nuovo attore nella compagine societaria e di conseguenza l'ampliamento del numero di soggetti in cui è articolato il gruppo internazionale.

Un'altra modalità di realizzazione di un IDE, è l'acquisizione di una partecipazione rilevante in una azienda estera o di un ramo aziendale di un soggetto estero. Diversamente dai due casi precedenti, l'acquisizione non sottintende un aumento dell'offerta esistente nel territorio dove l'investitore va a collocarsi, né modifica nel breve periodo le dinamiche competitive nel mercato; l'operazione in sé determina infatti solo un cambiamento della proprietà di un'impresa già esistente o addirittura di un certo numero di asset<sup>8</sup>. Tale cambiamento di proprietà crea però le condizioni per il manifestarsi di alcuni altri effetti considerevoli sia sull'impresa acquisita sia sul suo contesto competitivo e territoriale<sup>9</sup>.

Ciò che distingue un investimento diretto estero da un investimento di natura finanziaria, spesso su asset di soggetti esteri, è proprio l'intento dell'investitore di integrare la struttura aziendale di cui ha assunto il potere all'interno del suo gruppo, intervenendo direttamente nella gestione strategica aziendale.

---

<sup>8</sup> Graham E. (1998), Market Structure and the Multinational Enterprise: A Game Theoretic Approach, in "Journal of International Business Studies" vol. 29 no.1, p. 67-83.

<sup>9</sup> Brouthers, L.E., Brouthers, K.D. e Warner, S., Is Dunning's Eclectic Framework Descriptive or Normative? «Journal of International Business Studies», 30, 1990.

## 1.1 I CRITERI DI SCELTA DELL'INVESTIMENTO

La scelta del criterio con cui si realizza un certo investimento estero deve dapprima tener conto delle condizioni normative poste dal Paese target. Nonostante in queste ultime tre decadi l'apertura agli investimenti esteri abbia progressivamente prevalso praticamente in tutto il mondo l'ultimo periodo ha fatto registrare alcune spinte verso l'istituzione di dazi e vincoli regolatori significativi che incideranno sulla convenienza delle varie forme di IDE. Va anche considerata la complessità delle problematiche burocratiche che occorre superare e determinate non solo e non tanto dalla normativa, quanto dall'efficienza delle amministrazioni pubbliche coinvolte<sup>10</sup>.

Al contrario, molti governi possono invece incentivare determinate tipologie di investimento estero; in modo particolare nella creazione di joint venture, o di nuove strutture produttive ad alto valore aggiunto e possibilmente localizzate in aree brownfield.

La concreta disponibilità delle opportunità di investimento rappresenta il secondo elemento che condiziona la scelta della modalità realizzativa di un IDE<sup>11</sup>. Negli ultimi anni, nei Paesi economicamente meno avanzati, sono risultati nettamente superiori gli investimenti nella realizzazione di nuove strutture produttive per la ragione che in quei Paesi il sistema di imprese è molto debole e non esistono o sono molto rare aziende che potrebbero essere target di un'acquisizione diretta<sup>12</sup>. Al contrario, nelle regioni economicamente avanzate sono molto rari i casi di investimenti in grandi strutture manifatturiere in aree greenfield in primis per la scarsa disponibilità di siti adatti ad accogliere tale genere di insediamento produttivo e in aggiunta per i costi di localizzazione e di gestione molto più elevati.

Oltre a queste condizioni esogene, la scelta della tipologia di investimento diretto estero è determinata da alcune condizioni interne al gruppo<sup>13</sup>. Quelle più rilevanti sono:

le risorse disponibili e la loro trasferibilità alla struttura operativa che viene creata nel Paese estero; gli obiettivi strategici alla base dell'espansione estera attraverso l'investimento in questione.

Nel caso in cui l'espansione estera sia indirizzata primariamente verso l'acquisizione e sviluppo di nuove competenze, tende a essere preferibile l'acquisizione che permette almeno virtualmente all'investitore di appropriarsi delle esperienze, delle conoscenze e delle relazioni dell'azienda estera

---

<sup>10</sup> Charles W.L Hill (2016), *International Business. Economia e strategia internazionale: l'impresa nei mercati globali*, Sesta edizione, edito da Hoepli Milano

<sup>11</sup> Porter M., *Competition in Global Industries*, Harvard Business School Press, Cambridge 1986;

<sup>12</sup> Haveman e Nonnemaker, "Competition in Multiple Geographical Markets," *Administration Service Quarterly*, 45, 2000.

<sup>13</sup> Rullani E., Grandinetti R., *Impresa transnazionale ed economia globale*, La nuova Italia scientifica, Roma 1996;

acquisita. Quando invece l'impresa va all'estero con una dote rilevante di risorse fruibili anche al di fuori della propria area geografica di origine, la scelta tra investimento greenfield e acquisizione è influenzata dalla natura di tali risorse, in particolare, se queste possono essere trasferite efficacemente in nuove organizzazioni, ben integrandosi con quelle esistenti e producendo fattori di vantaggio competitivo superiori<sup>14</sup>.

Nelle situazioni in cui l'IDE è realizzato principalmente con la volontà di raggiungere una presenza 'forte' in un determinato mercato geografico, normalmente è preferita la modalità dell'acquisizione. Infatti, questa permette all'investitore internazionale di entrare rapidamente nel mercato estero cui è interessato, posizionandosi fin da subito con un certo *market share* e magari con una *brand equity* elevata. Inoltre, consente di avere a disposizione in modo altrettanto rapido delle conoscenze relative alle dinamiche dei concorrenti, alle caratteristiche del mercato, e di accedere al sistema di relazioni dell'acquisita. A fronte di questi vantaggi, vanno però considerate alcune problematiche gestionali e organizzative connesse al processo di integrazione tra unità aziendali diverse, soprattutto quando queste appartengono a Paesi diversi<sup>15</sup>.

In alternativa all'acquisizione, l'obiettivo di entrare velocemente in un nuovo mercato geografico può essere realizzato tramite l'investimento in una joint venture con un'impresa che nel Paese dove si vuole entrare ha una forte visibilità sul mercato locale e una rete distributiva ben sviluppata<sup>16</sup>. Nella Joint Venture, però, i problemi di integrazione tra componenti provenienti da realtà imprenditoriali diverse risultano spesso ulteriormente acuiti.

---

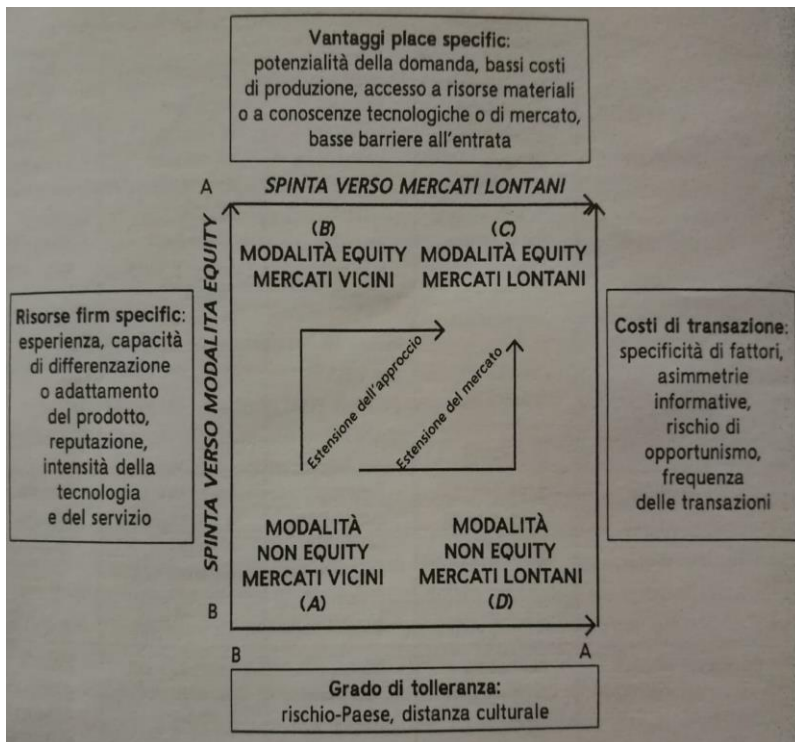
<sup>14</sup> Graham E. (1998), Market Structure and the Multinational Enterprise: A Game Theoretic Approach, in "Journal of International Business Studies" vol. 29 no.1, p. 67-83.

<sup>15</sup> Caroli M., Gestione delle Imprese Internazionali, McGraw-Hill, Milano 2016;

<sup>16</sup> Charles W.L Hill (2016), International Business. Economia e strategia internazionale: l'impresa nei mercati globali, Sesta edizione, edito da Hoepli Milano

## 1.2 LA MATRICE MODALITA'/MERCATI

La matrice Modalità/Mercati<sup>17</sup> è un modello analitico-interpretativo che mette in relazione le principali scelte da prendere nelle strategie di entrata quali il luogo e la modalità di realizzazione nei mercati esteri. Ne derivano, quindi, due dimensioni della matrice<sup>18</sup>:



19

a) modalità equity (IDE, acquisizioni, joint-venture) oppure non equity (accordi di licensing, franchising, di produzione, ed esportazioni); b) mercati geoculturalmente lontani oppure mercati vicini.

Con riferimento alla scelta tra modalità equity o non equity, sono considerate la Resource Based View (RBV)<sup>1</sup> e la Transaction Cost Analysis (TCA)<sup>1</sup>. Con riferimento alla scelta dei mercati, la spinta verso Paesi geo-culturalmente lontani dipende da due fattori.

Innanzitutto, il conseguimento di vantaggi *place specific*, ovvero bassi costi di produzione, accesso a risorse privilegiate, conoscenze tecnologiche e di mercato; e *market specific*, cioè la presenza di un elevato potenziale di mercato, e in secondo luogo, dal grado di tolleranza al rischio, che a sua volta si articola nel rischio-Paese e nella distanza culturale. L'Institutional Theory si è focalizzata sull'analisi dei rischi e delle incertezze del Paese ospitante come determinanti nelle scelte di entry mode, enfatizzando le differenze rispetto al Paese di origine. Il costrutto della distanza culturale

<sup>17</sup> Resciniti R. e Matarazzo M., 2012

<sup>18</sup> Caroli M., Gestione delle Imprese Internazionali, McGraw-Hill, Milano 2016;

<sup>19</sup> Matrice modalità/mercati, Resciniti R. e Matarazzo M., 2012

misura le differenze tra i sistemi culturali nazionali mediante diverse variabili, al fine di comprendere come incide sulle decisioni manageriali di internazionalizzazione<sup>20</sup>.

La matrice Modalità/Mercati può essere utilizzata per comprendere le determinanti delle Strategie di entrata evidenziate dalla teoria aziendale (lettura statico/sincronica), come sopra descritto, ma anche per rappresentare i percorsi evolutivi delle imprese (lettura dinamico/diacronica)<sup>21</sup>. Rispetto alla prima chiave di lettura, la matrice individua quattro differenti modelli di internazionalizzazione basati su altrettante combinazioni delle scelte modalità/mercati e in tal senso può essere utile per descrivere il posizionamento delle imprese per tipo di strategia di entrata. Nel quadrante A l'impresa adotta un modello di internazionalizzazione più semplice basato sulla scelta di modalità non equity, quali esportazioni e accordi strategici, e mercati caratterizzati dalla vicinanza non solo geografica, ma anche culturale e dal basso grado di rischio. Il quadrante C indica, invece, il modello di internazionalizzazione più complesso, basato sulla scelta di modalità equity (principalmente JV e IDE) e di mercati lontani. Esso è, pertanto, tipico di imprese che presentano un più alto grado di tolleranza al rischio che, infatti, ha in questo caso una duplice fonte, legata sia alle modalità, che comportano un elevato grado di coinvolgimento finanziario e strategico-organizzativo, sia ai Paesi prescelti che sono culturalmente e geograficamente distanti rispetto al Paese di origine dell'impresa. Gli altri due quadranti rappresentano, invece, le due situazioni intermedie in cui l'impresa introduce un solo elemento di complessità, limitato o alle modalità di ingresso, quadrante B, o ai mercati, quadrante D<sup>22</sup>. In virtù della chiave di lettura dinamico/diacronica il comportamento delle imprese viene considerato, invece, nella sua evoluzione come processo di espansione dinamica in continuo divenire per effetto della ricombinazione dei diversi fattori che incidono nelle scelte di entry mode. Ne deriva l'evidenza di due possibili percorsi che le imprese pongono in essere man mano che le competenze interne e le opportunità esterne ne consentono o richiedono l'attuazione<sup>23</sup>: l'estensione dell'approccio, da modalità non equity a equity, e l'estensione del mercato, da mercati più vicini al più lontani. In ogni caso il concetto di evolutivo va inteso come correlato alla continua ricerca del miglior equilibrio strategico tra l'impresa e il mercato internazionale, al fine di cogliere le migliori opportunità di business con l'assetto gestionale e organizzativo migliore, assicurando la coerenza

---

<sup>20</sup> Hill, C.W.L. e Kim, W.C., Searching for a Dynamic Theme of the Multinational Enterprise: A Transaction Cost Model, «Strategic Management Journal», edizione speciale, 9, 1988, pp. 93-104.

<sup>21</sup> Resciniti R. e Matarazzo M., 2012

<sup>22</sup> Resciniti R. e Matarazzo M., 2012

<sup>23</sup> G.Barbaresco, M.Matarazzo, R.Resciniti; Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al Made in Italy o perdita delle radici?, edito da FrancoAngeli, 2016.

delle scelte di entry Mode e i sistemi di fattori interni ed esterni. Non esiste un modello in assoluto migliore dell'altro, né le imprese devono seguire percorsi precostituiti<sup>24</sup>.

## 2 LE OPPORTUNITA' GEOGRAFICHE DI INVESTIMENTO

### 2.1 LA SCELTA LOCALIZZATIVA

La scelta localizzativa di un investimento è una procedura fondamentale per il perseguimento degli obiettivi stabiliti in fase di programmazione di questo specifico tipo di attività finanziaria. La procedura per la scelta localizzativa è composta da quattro fasi<sup>25</sup>:

- scelta della macro-area,
- definizione della short list dei paesi migliori nella macro-area geografica scelta,
- short list dei territori migliori nei paesi selezionati,
- valutazione dei territori selezionati.

Le determinanti della scelta di modalità di entrata in un paese estero possono essere di natura esogena ed endogena. Le opportunità geografiche fanno parte del primo gruppo e più nello specifico riguardano i possibili vantaggi ricavabili dalla scelta dell'area geografica. Esse sono relative alle differenti peculiarità del territorio di destinazione dell'investimento rispetto al paese di origine dello stesso. Lo screening di nuovi territori e la conseguente spinta alla realizzazione di un IDE in uno specifico territorio è animata anche dalle opportunità offerte da quella determinata zona geografica in relazione alle caratteristiche del tipo di investimento, all'offerta di prodotti/servizi e alla catena del valore, all'intensità oltre che alla specificità della concorrenza, alla struttura distributiva e in ultimo luogo anche alle politiche e alle normative pubbliche in materia di investimenti e commercio internazionale<sup>26</sup>. Per ottenere la massimizzazione, e quindi realizzare un IDE che sia economicamente profittevole e strategicamente utile, dopo aver tenuto conto delle specificità dell'impresa, bisogna svolgere un grande lavoro di ricerca affinché si trovino le macro-aree che per offerta di condizioni socioeconomiche e politiche si adattino al meglio con le esigenze stesse dell'impresa riguardo gli obiettivi commerciali che si vogliono raggiungere<sup>27</sup>. In relazione, invece, all'attrazione degli investimenti, quindi dalla prospettiva delle diverse istituzioni delle aree commerciali e dei diversi paesi sovrani, la convenienza offerta in termini di incentivi, sicurezza delle normative e sgravi fiscali è cruciale per vincere la concorrenza delle altre zone e fornire le migliori condizioni possibili agli investitori e attrarre nuovi capitali e nuove risorse provando a sfruttare al meglio tutti i vantaggi per

---

<sup>25</sup> Caroli M.; Gestione delle imprese internazionali, pag.173, McGraw-Hill Education, 2016;

<sup>26</sup> AISM Associazione Italiana Sviluppo Marketing; Competitività territoriale, imprese e internazionalizzazione; 2017.

<sup>27</sup> Hill, C.W.L. e Kim, W.C., Searching for a Dynamic Theory of the Multinational Enterprise: A Transaction Cost Model, «Strategic Management Journal», edizione speciale, 9, 1988, pp. 93-104.

l'economia derivanti dalla attrazione di nuovi business<sup>28</sup>. Al momento la situazione mondiale, a causa della crisi che ha investito i paesi più sviluppati e con crescita percentuale minore è in continua ridefinizione, proprio a causa della corsa all'attrazione di risorse e business, gli stati tendono ad un progressivo livellamento delle capacità attrattive da parte delle aree fino a pochi anni fa fuori da dinamiche di investimenti internazionali come i paesi caratterizzati da economie emergenti o in transizione. Infatti, come vedremo nei successivi paragrafi, dal punto di vista statistico si può notare come la percentuale di IDE in entrata sia notevolmente cresciuta nei paesi transizione/emergenti e sia notevolmente scesa verso i paesi e le aree già sviluppate<sup>29</sup>. Inoltre, si può anche notare come le politiche interne dei paesi siano state molto differenti a seconda del tipo di realtà economico sociale di ciascuno in base alla macro-area di appartenenza<sup>30</sup>.

---

<sup>28</sup> Bentivoglia C., Cherubini L., Iuzzolino G., 2015. L'attrattività dei territori: i fattori di contesto. *Journal of economic policy*, vol. XXXI (1).

<sup>29</sup> UNCTAD; 2019; WIR - World Investment report: investment and new industrial policies.

<sup>30</sup> Caroli M.; 2016; *Gestione delle imprese internazionali*, pag.173, McGraw-Hill Education.



## 2.2 I PAESI IN VIA DI SVILUPPO vs ECONOMIE FORTI

L'aumento dei flussi internazionali di IDE a partire dagli anni 90 del secolo scorso ha comportato una competizione riguardo l'attrazione di questi ultimi da parte di tutte le economie mondiali con lo scopo di beneficiare dei vantaggi derivanti dalla ricezione di nuovi investimenti esteri<sup>31</sup>. Le differenze esistenti tra le differenti aree di destinazione degli IDE e le caratteristiche specifiche di mercati e territori spingono le aziende a fare business in un mercato piuttosto che in un altro, ma a parità di condizioni ci sono alcune delle variabili che possono influenzare la scelta del mercato obiettivo di investimenti. La Banca Mondiale ha così sviluppato un progetto denominato "Doing Business"<sup>32</sup> il quale mira a valutare e misurare oggettivamente le opportunità e le possibilità di fare business nei diversi paesi del mondo attraverso la valutazione di variabili considerate determinanti nella selezione del territorio di destinazione di un investimento a causa dei costi finanziari e non dovuti alla sussistenza o meno delle condizioni prese in considerazione. Lo studio si concentra sulla stima dei seguenti aspetti: (1) l'avvio, l'insediamento fisico, che si struttura in: ottenere (2) l'allacciamento alla rete elettrica, (3) un permesso di costruzione e (4) la registrazione della proprietà; si guarda poi all'operatività "normale" dell'impresa, pertanto a (5) ottenere un credito, alle connesse (6) garanzie per gli investitori, alle (7) transazioni transfrontaliere e al (8) pagamento delle tasse; infine, si considerano le pratiche legali legate a (9) contenziosi contrattuali e al (10) fallimento dell'impresa. L'indicatore sintetico Ease of Doing Business (EDB) è dato dalla semplice media dei 10 indicatori relativi alle fasi sopra citate. Il ruolo delle istituzioni risulta quindi decisivo per quel che concerne la capacità di attrarre, sviluppare e mantenere progetti di investimento dall'estero. Le differenze tra le economie emergenti e le economie già sviluppate si possono notare innanzitutto dalla differenza del tipo di IDE attratti, poiché si evince dai dati UNCTAD<sup>33</sup> che le economie in via di sviluppo e transizione attraggono principalmente IDE di tipo greenfield al contrario invece delle economie più sviluppate che attraggono un numero più elevato investimenti di tipo M&A. Questa tendenza, dati alla mano, è dovuta a una più massiccia e storica presenza di imprese multinazionali nei paesi più avanzati che, penetrano nuovi mercati disponibili appunto con investimenti ex novo per beneficiare delle esperienze già maturate nel mercato di provenienza, e invece per quanto riguarda investimenti in uscita derivanti da economie in via di transizione si nota che di questi la maggioranza sono di tipo

---

<sup>31</sup> Charles W.L Hill (2016), International Business. Economia e strategia internazionale: l'impresa nei mercati globali, Sesta edizione, edito da Hoepli Milano

<sup>32</sup> The World Bank Group, 2019

<sup>33</sup> UNCTAD; 2019; WIR - World Investment report: investment and new industrial policies.

M&A a causa del doppio valore del ritorno sia economico sia esperienziale strategico proveniente da una fusione con culture aziendali derivanti da mercati più avanzati sotto molteplici aspetti<sup>34</sup>. Ultimamente, è mutata progressivamente anche la geografia degli IDE: le economie emergenti stanno rivestendo un ruolo più rilevante non solo come mercati di destinazione dei flussi d'investimento estero, ma anche come realizzatori di investimenti orientati ad altri paesi, avanzati ed emergenti.

---

<sup>34</sup> Dunning, J.H., Re-Evaluating the Benefits of Foreign Direct Investment, «Transnational Corporations», 3, n. 1, febbraio 1994, pp. 23-51.

## 2.3 GLI INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI ORIZZONTALI

Un IDE orizzontale è un investimento diretto a un'industria estera, la quale ha un core business simile a quella dell'impresa che investe su di essa. A parità di altre condizioni, l'IDE è rischioso e più costoso rispetto all'esportazione o alla licenza<sup>35</sup>. Infatti, è costoso semplicemente perché un'impresa deve sostenere i costi collegati all'apertura di una nuova attività o all'acquisizione di alcune già esistenti in un paese estero. L'investimento diretto estero è rischioso perché sono molti i rischi legati a fare business in un altro paese, ove “le regole del gioco” e la cultura imprenditoriale possono essere molto diverse dalla nazione di origine. Difatti, un'impresa ha molte probabilità di commettere degli errori in un mercato estero a causa della propria ignoranza e non conoscenza del mercato<sup>36</sup>.

Al contrario, se un'impresa decide di esplorare il mercato estero attraverso le esportazioni, essa non sostiene costi e rischi propri dell'investimento diretto poiché possono essere ridotti significativamente affidandosi ai servizi di un agente locale. Allo stesso modo, quando l'impresa concede in licenza il suo know-how, non deve sostenere alcun costo o rischio tipico dell'investimento diretto estero.

A riguardo dei *costi di trasporto*<sup>37</sup>, essi vengono aggiunti ai costi di produzione e delle volte può non essere conveniente spedire alcuni prodotti in località molto lontane. Ciò è particolarmente vero per tutti quei prodotti con un *basso rapporto valore-peso*, che possono essere realizzati in qualunque situazione, per esempio bevande non alcoliche e cemento: per essi la convenienza delle esportazioni, rispetto all'investimento diretto estero o al contratto di licenza, è scarsa. Di contro, per quei prodotti che hanno un *alto rapporto valore-peso*, i costi di trasporto sono una componente trascurabile del costo totale del prodotto, ad esempio personal computer, componenti elettroniche, equipaggiamento medico, software. Per questi prodotti, i costi di trasporto non diminuiscono la convenienza delle esportazioni rispetto alla licenza e all'investimento estero.

*Le imperfezioni del mercato* sono quelle caratteristiche che impediscono a un mercato di funzionare in maniera ottimale e possono fornire una spiegazione del perché le imprese preferiscano l'IDE alle esportazioni o alla licenza. Riguardo agli IDE orizzontali, le imperfezioni del mercato sussistono in due circostanze<sup>38</sup>:

---

<sup>35</sup> Kogut B. (1989), Research Notes and Communications Note on Global Strategies, in “Strategic Management Journal” p. 383-389

<sup>36</sup> Hymer, S.H., The International Operations of National Firm: A Study of Direct Foreign Investment, Cambridge, MA, MIT Press, 1976.

<sup>37</sup> Charles W.L Hill (2016), International Business. Economia e strategia internazionale: l'impresa nei mercati globali, Sesta edizione, edito da Hoepli Milano

<sup>38</sup> Charles W.L Hill (2016), International Business. Economia e strategia internazionale: l'impresa nei mercati globali, Sesta edizione, edito da Hoepli Milano

- quando vi sono *restrizioni alla libera circolazione dei prodotti* tra i paesi;
- quando vi sono *restrizioni alla vendita di know-how* (anche il contratto di licenza è un modo per vendere know how).

Le limitazioni alla libera circolazione dei prodotti abbassano la profittabilità delle esportazioni rispetto all'investimento diretto estero e al contratto di licenza. Le restrizioni alla vendita di know-how aumentano la convenienza dell'IDE rispetto alla licenza. Proprio per questo, le imperfezioni del mercato giustificano il fatto che l'investimento diretto estero è preferito. Ogni qual volta sussistano tali restrizioni per cui le esportazioni e il trasferimento di know-how sono costose o difficili da compiere<sup>39</sup>. Le regolamentazioni governative stabiliscono limiti alla libera circolazione dei prodotti tra i paesi. Poiché attraverso i dazi o altre barriere non tariffarie sui beni importati, i governi aumentano il costo delle esportazioni in confronto all'investimento diretto estero e alla licenza.

Il *vantaggio competitivo*<sup>40</sup> di cui godono molte imprese proviene dal loro *know-how manageriale, tecnologico e di marketing*. Il know-how tecnologico può consentire a un'impresa di lanciare un prodotto di migliore qualità oltre rendere più competitivo il processo produttivo di un'impresa rispetto a quello dei suoi competitors. Un esempio è quello della Toyota, che gode di un vantaggio competitivo dovuta alla superiorità tecnica del suo processo produttivo automobilistico.

Se consideriamo il know-how (il saper fare dovuto all'esperienza) un fattore di *competitività*, allora più grande è il mercato in cui quel fattore viene sfruttato, più grandi sono i profitti che esso consente di ottenere.

E noto che un'impresa preferisce l'IDE quando sussistono due condizioni. In primo luogo, i costi di trasporto e le restrizioni all'esportazione devono far in modo che esportare non sia una possibilità conveniente. In secondo luogo, vi sono alcune circostanze in cui l'impresa non può vendere o non ritiene conveniente vendere il suo know-how ad aziende esterne.

La teoria economica offre diverse spiegazioni del perché il mercato in alcuni casi non rende possibile o conveniente la vendita di know-how attraverso un contratto di licenza<sup>41</sup>. Al verificarsi di una o più delle seguenti condizioni, i mercati non rappresentano meccanismi adeguati per la vendita di know-how e l'investimento diretto è più vantaggioso del contratto di licenza:

- Nel caso in cui un'impresa ha un know-how di valore che non può essere adeguatamente protetto per mezzo del contratto di licenza;

---

<sup>39</sup> Ram, R. e Zang, K.H., Foreign Direct Investment and Economic Growth, «Economic Development and Cultural Change», 51, 2002, pp. 205-25.

<sup>40</sup> Charles W.L Hill (2016), International Business. Economia e strategia internazionale: l'impresa nei mercati globali, Sesta edizione, edito da Hoepli Milano

<sup>41</sup> Caroli M., Globalizzazione e localizzazione dell'impresa internazionalizzata, Franco Angeli, Milano. 2000;

- Quando un'impresa ha bisogno di un costante controllo sull'attività dell'entità estera al fine di massimizzare i suoi profitti in quel paese e la sua quota di mercato;
- Il know-how di un'impresa non può essere trasferito attraverso la licenza.

In primo luogo, la licenza può *causare la sottrazione del know-how* dell'impresa che lo vende a una sua rivale estera. In secondo luogo, il contratto di licenza non garantisce al licenziante il *controllo sulla produzione, strategia e marketing* che il licenziatario attua nel paese estero in cui usufruisce del know-how acquisito tramite la licenziante<sup>42</sup>. Il controllo dovrebbe essere necessario per far sì che il know-how tecnologico venga adeguatamente sfruttato: l'impresa che lo possiede potrebbe scegliere un investimento diretto che le assicuri di esercitare quel controllo invece che concedere in licenza il suo know-how. Per esempio, una azienda potrebbe imporre che la sussidiaria estera metta in atto una strategia di prezzo molto aggressiva per contrastare efficacemente un proprio rivale nel mercato globale<sup>43</sup>. Tuttavia, il licenziatario che ha interesse a un profitto immediato potrebbe non essere incline ad adottare la strategia espressa dal licenziante. In terzo luogo, il *know-how di un'impresa può non essere trasferibile* attraverso un contratto di licenza. Ciò è particolarmente vero quando sia costituito da competenze manageriali o di marketing. Appare chiaro che vi è una grande differenza tra concedere in licenza la produzione di un prodotto e trasferire attraverso la licenza le routine in cui un'impresa opera, gestisce il suo processo produttivo o commercializza i suoi prodotti<sup>44</sup>.

Considerando il caso della Toyota, come già detto in precedenza, essa gode di un vantaggio competitivo nell'industria automobilistica perché gestisce in maniera più efficiente, rispetto alle concorrenti, la commercializzazione e il processo produttivo dei suoi prodotti. Alla Toyota è riconosciuto lo sviluppo di un nuovo processo produttivo conosciuto come *lean production*, che le consente di costruire automobili di più alta qualità a un costo più basso rispetto alla concorrenza. Sebbene la Toyota possa accordare in licenza la produzione delle sue automobili, ciò che la distingue dalle altre e le conferisce un vantaggio competitivo sostenibile dipende dal suo management e dal suo know-how. Queste competenze sono difficilmente codificabili o trasferibili: per questo motivo non possono essere oggetto di un contratto di licenza. Queste infatti, si sono sviluppate internamente in molto tempo e non appartengono a nessun individuo in particolare poiché sono largamente diffuse all'interno di tutta la compagnia. Le competenze della Toyota nascono dalla sua specifica cultura

---

<sup>42</sup> Feenstra R., Taylor A. (2009), *Economia Internazionale. Teoria e politica degli scambi internazionali*, Hoepli, Milano cap. 1

<sup>43</sup> Costa, I., Robles, S. e de Queiros. R., *Foreign Direct Investment and Technological Capabilities*, «Research Policy», 31, 2002, pp. 1431-43.

<sup>44</sup> Potterie, B. e Lichtenberg, F., *Does Foreign Direct Investment Transfer Technology across Borders?*, «Review of Economics and Statistics», 83, 2001, pp. 490-97.

organizzativa e lavorativa: è qualcosa che non può essere concesso in licenza. Così, quando la Toyota si è allontanata dalla sua tradizionale strategia di esportazioni, essa ha preferito investire all'estero piuttosto che concedere in licenza a un'impresa straniera la sua produzione di autovetture<sup>45</sup>.

---

<sup>45</sup> Charles W.L Hill (2016), International Business. Economia e strategia internazionale: l'impresa nei mercati globali, Sesta edizione, edito da Hoepli Milano

## 2.4 GLI INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI VERTICALI

Un IDE di tipo verticale può assumere due diverse forme.

L'investimento realizzato per produrre in un paese estero una componente necessaria al processo produttivo attivato nel paese d'origine (la componente viene importata nel paese d'origine dell'impresa che ha realizzato l'investimento) è detto investimento diretto estero verticale a monte.

Storicamente, questo tipo di investimento era diffuso nell'industria estrattiva (estrazione di bauxite, petrolio, stagno). Il fine ultimo era quello di procurarsi gli input necessari per completare il processo produttivo nel paese di origine (per esempio: produzione e lavorazione dell'alluminio, raffinazione del petrolio, produzione e lavorazione di stagno ecc.). Imprese quali Royal Dutch/Shell e British Petroleum (BP) sono esempi classici di imprese multinazionali verticalmente integrate<sup>46</sup>.

Un secondo tipo di IDE verticale è il cosiddetto investimento diretto estero verticale a valle. In base a questo investimento, un'impresa acquista delle attività in un paese estero perché si adoperino nella commercializzazione del prodotto che l'azienda attua già nel suo paese d'origine.

Secondo la teoria economica, un'impresa si integra verticalmente a monte al fine di controllare determinate risorse naturali. Inoltre, attraverso quell'investimento un'impresa può erigere particolari barriere all'entrata le quali impediscono ai suoi rivali l'utilizzo di tali risorse<sup>47</sup>. Gli IDE verticali sono un mezzo per realizzare questo tipo di comportamento strategico.

Una spiegazione alternativa degli IDE di tipo verticale, fondata sul comportamento strategico, stabilisce che questi investimenti non sono volti a costruire barriere all'entrata ma ad aggirare quelle già erette dalle imprese presenti in un mercato. Come nel caso degli investimenti orizzontali, una spiegazione più generale dell'investimento verticale è possibile tramite l'approccio delle imperfezioni del mercato<sup>48</sup>. Questo offre due diverse spiegazioni per gli IDE di tipo verticale, come nella circostanza degli IDE orizzontali. La prima prende in esame la presenza di possibili limitazioni alla vendita di know-how in un determinato mercato<sup>49</sup>. La seconda è fondata sull'idea che investimenti in attività specifiche espongono l'impresa a rischi che possono essere ridotti solamente attraverso l'investimento verticale.

---

<sup>46</sup> Charles W.L Hill (2016), *International Business. Economia e strategia internazionale: l'impresa nei mercati globali*, Sesta edizione, edito da Hoepli Milano

<sup>47</sup> Caves, R.E., *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Cambridge, UK, University Press, 1996.

<sup>48</sup> Hennart, 1988; Williamson, 1985; Grossman e Helpman, 2002.

<sup>49</sup> Feenstra R., Taylor A. (2009), *Economia Internazionale. Teoria e politica degli scambi internazionali*, Hoepli, Milano cap. 1

Consideriamo il caso delle compagnie di raffinazione di petrolio British Petroleum e Royal Dutch/Shell. Storicamente, queste imprese hanno realizzato IDE verticali a monte per rifornire del greggio necessario i loro impianti di raffinazione nei Paesi Bassi e nel Regno Unito. Infatti, nei primi decenni del Ventesimo secolo né il Regno Unito né i Paesi Bassi avevano disponibilità di greggio nazionale. Perché queste imprese non hanno semplicemente importato il greggio dai paesi ricchi di petrolio come l'Arabia Saudita e il Kuwait?

In quel periodo non c'erano imprese saudite o kuwaitiane con le capacità tecnologiche necessarie per trovare ed estrarre il petrolio. Al contrario, British Petroleum e Royal Dutch/Shell disponevano del know-how necessario per trovare ed estrarre il petrolio. Tuttavia, la sola disponibilità di know-how non spiega l'investimento estero; esse infatti potevano condividere in licenza il loro know-how alle imprese dell'Arabia Saudita o del Kuwait. Come nel caso dell'IDE orizzontale, la licenza può essere dannosa *poiché l'impresa può perdere il suo know-how*. Se British Petroleum e Royal Dutch/Shell avessero concesso in licenza alle imprese dell'Arabia Saudita o del Kuwait la propria tecnologia avrebbero rischiato di dare via il proprio know-how tecnologico, con la conseguenza di creare dei rivali nel loro stesso settore industriale. Una volta che le imprese saudite avessero avuto il know-how necessario, sarebbero state in grado di competere direttamente con British Petroleum e Royal Dutch/Shell. Quindi aveva più senso per quelle imprese un IDE verticale a monte, invece della concessione in licenza del know-how che avevano sviluppato con molto impegno<sup>50</sup>.

Generalizzando questo esempio, un investimento a monte viene realizzato quando un'impresa ha la conoscenza e la capacità di estrarre materie prime in un altro paese e non vi è in esso un'impresa capace di offrire un servizio simile<sup>51</sup>.

Una parte della teoria delle imperfezioni del mercato sostiene che le imprese realizzano un investimento verticale quando hanno necessità di investire in attività specifiche, il cui valore dipende dagli input forniti da uno specifico fornitore estero. Un'attività specifica è quella sviluppata per svolgere un preciso compito e il cui valore è significativamente sminuito se utilizzato per un fine diverso<sup>52</sup>.

La specificità dell'investimento può essere di tipo:

- geografico (un sito produttivo situato vicino all'impianto della controparte, fuori della transazione il trasporto delle merci potrebbe essere molto costoso e quindi non conveniente);

---

<sup>50</sup> Charles W.L Hill (2016), International Business. Economia e strategia internazionale: l'impresa nei mercati globali, Sesta edizione, edito da Hoepli Milano

<sup>51</sup> Dunning, J.H., Re-Evaluating the Benefits of Foreign Direct Investment, «Transnational Corporations», 3, n. 1, febbraio 1994, pp. 23-51.

<sup>52</sup> Li, X. 6 Liu, X., Foreign Direct Investment and Economic Growth, «World Development». 33, marzo 2005, pp. 393-413.



- fisico o materiale;
- del capitale umano (investimenti in formazione specialistica necessaria all'interno della transazione);
- idiosincratichi, dedicati esclusivamente alla transazione in essere, come ad esempio campagne pubblicitarie e promozionali.

Da questo investimento deriva una quasi rendita che verrà divisa tra le parti secondo i termini stabiliti nel contratto. In questo momento la parte che ha effettuato gli investimenti è vincolata (effetto *lock-in*) alla transazione fin al momento che non otterrà i ricavi sperati, o almeno quando non recupererà le spese effettuate<sup>53</sup>. La parte che ha effettuato l'investimento specifico a questo punto è in un certo senso obbligata ad accettare cambiamenti di prezzo e delle condizioni contrattuali del fornitore altrimenti si ritroverebbe con del capitale speso e non più utilizzabile, nella speranza di recuperare ciò che ha investito<sup>54</sup>. Si dice che la parte che ha effettuato l'investimento si è esposta al rischio di opportunismo post-contrattuale, detto rischio di *hold-up*<sup>55</sup>. Così, per minimizzare questi rischi, chi deve effettuare investimenti cerca di ritardarli in modo da ottenere sempre più certezze sul fatto che la controparte non avrà comportamenti opportunistici (concetto di fiducia), oppure farà un investimento sub-ottimale o ancora una procedura molto simile ad un SAL<sup>56</sup>. In entrambi i casi comunque l'efficienza dello scambio sarà ridotta, e i benefici derivanti saranno minori per le imprese facenti parte dell'accordo.

---

<sup>53</sup> Birkinshaw J., Hood N. (1998). Multinational subsidiary evolution: capability and charter change in foreign-owned subsidiary companies, in "Academy of Management Review" vol.23 p. 773-795

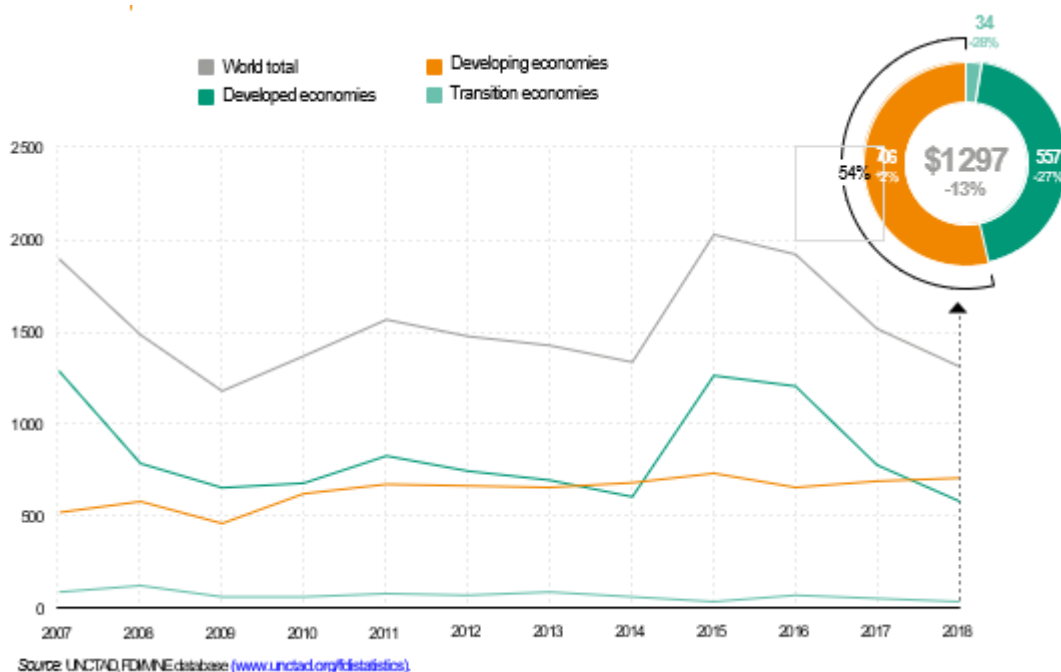
<sup>54</sup> Dunning, J.H., Re-Evaluating the Benefits of Foreign Direct Investment, «Transnational Corporations», 3, n. 1, febbraio 1994, pp. 23-51.

<sup>55</sup> Il problema dell'*hold-up* si verifica nel momento in cui una delle due parti rischia di perdere l'investimento effettuato per quella specifica transazione per colpa di un comportamento opportunistico dell'altra parte in seguito alla transazione.

<sup>56</sup> comunemente chiamato in Project Management "stato avanzamento lavori".

### 3 I TREND DI INVESTIMENTO NELL'ECONOMIA GLOBALE

I flussi globali di investimenti diretti esteri (IDE) sono continuati a scendere nel 2018, diminuendo del 13% da 1 a 1.3 trilioni di dollari da 1.5 trilioni di dollari registrati nel 2017<sup>57</sup>.



58

Il declino, per la terza volta consecutiva, è stato principalmente a causa di grandi rimpatri di profitti stranieri accumulati delle multinazionali degli Stati Uniti, imprese multinazionali, nei primi due trimestri del 2018, seguenti alle riforme fiscali introdotte alla fine del 2017. La caduta dei suddetti investimenti diretti esteri mondiali è avvenuta nonostante un aumento consistente del 18% nelle fusioni e acquisizioni internazionali, da 694 miliardi di dollari nel 2017 a 816 miliardi nel 2018. La tendenza negativa è in contrasto anche con un aumento del 41% dei valori di investimento greenfield annunciati, da 698 miliardi di dollari nel 2017 a 981 miliardi 2018<sup>59</sup>.

I flussi di IDE sono diminuiti drasticamente nei paesi sviluppati e nelle economie in transizione mentre quelli ai paesi in via di sviluppo è rimasto stabile, con un incremento del 2%. Di conseguenza, lo sviluppo le economie rappresentavano una quota crescente degli IDE globali, con il 54% dal 46%

<sup>57</sup> UNCTAD World Investment Report 2018, New York e Ginevra, United Nations 2019

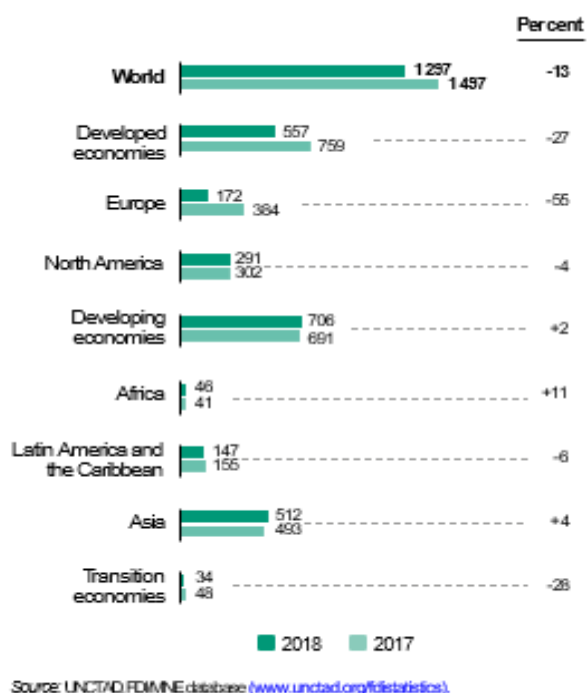
<sup>58</sup> Flussi di investimento globali divisi per economie (2007-2018); UNCTAD World Investment Report 2017, New York e Ginevra, United Nations 2018

<sup>59</sup> [https://tcd360.worldbank.org/indicators/inv.all.pct?country=BRA&indicator=345&viz=line\\_chart&years=1980,2023](https://tcd360.worldbank.org/indicators/inv.all.pct?country=BRA&indicator=345&viz=line_chart&years=1980,2023)

23, TCD360 developed by World Bank; World Bank Group; 2019.

del 2017. I flussi IDE verso le economie sviluppate hanno raggiunto il punto più basso dal 2004, in calo del 27%. I flussi verso l'Europa si sono più che dimezzati fino ad arrivare ad un valore di 172 miliardi di dollari mentre quelli relativi al Nord America sono stati più resilienti, in calo solo del 4% a 291 miliardi di dollari<sup>60</sup>.

In Europa, in alcuni importanti paesi ospitanti, come l'Irlanda e la Svizzera, si sono registrati afflussi negativi rispettivamente di -66 miliardi di dollari e -87 miliardi. Nonostante i rimpatri di capitale dall'estero, il completamento di un certo numero di megadeals ha comportato un aumento flussi verso i Paesi Bassi, con un + 20% fino a 70 miliardi di dollari, e Spagna, dove gli afflussi sono raddoppiati a 44 miliardi di dollari.



61

Negli Stati Uniti, gli afflussi di IDE sono diminuiti del 9% a 252 miliardi di dollari, principalmente a causa di un calo di un terzo nelle vendite di M & A cross-border. Gli afflussi di capitale in Australia hanno raggiunto i 60 miliardi di dollari, livello record per questo paese. I flussi di IDE verso le economie in via di sviluppo sono rimasti piuttosto stabili, con un aumento del 2% a 706 miliardi di dollari, con differenze significative tra le regioni. IDE altamente sviluppati in Asia e Africa che hanno registrato maggiori flussi di IDE nel 2018, mentre si sono contratti in America Latina e nel Caraibico.

Riguardo l'Asia, già la più grande regione ricevente di flussi di IDE, si è registrato un aumento degli IDE del 4% a 512 miliardi di dollari nel 2018, con una crescita positiva in tutte le sue regioni. La Cina, la più grande economia sviluppata del continente, ha attratto 139 miliardi di dollari, in aumento del 4% rispetto al 2017<sup>62</sup>.

<sup>60</sup> [https://todata360.worldbank.org/indicators/inv.all.pct?country=BRA&indicator=345&viz=line\\_chart&years=1980,2023](https://todata360.worldbank.org/indicators/inv.all.pct?country=BRA&indicator=345&viz=line_chart&years=1980,2023), TData360 developed by World Bank; World Bank Group; 2019.

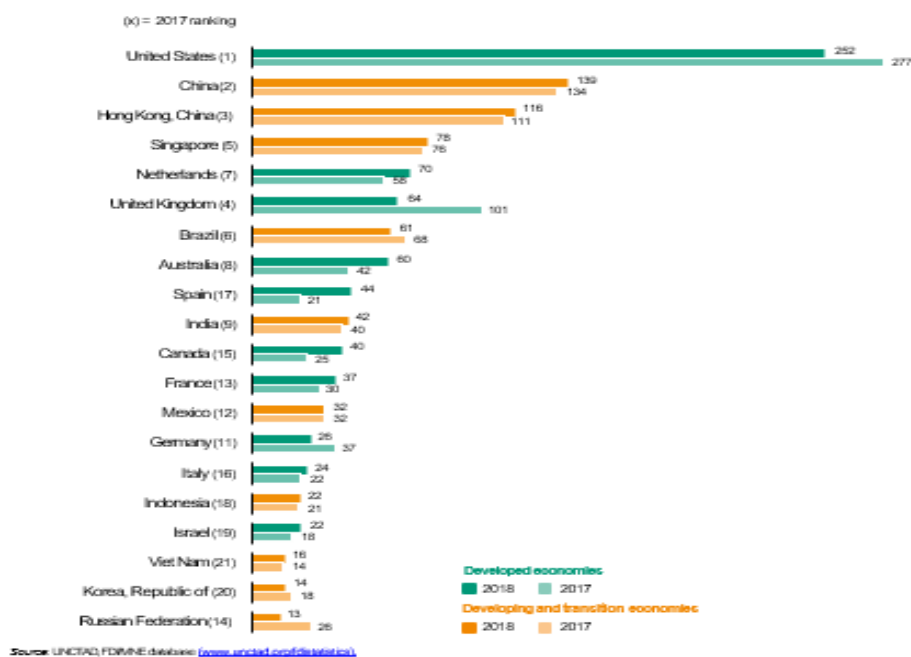
<sup>61</sup> Differenze nei flussi di capitale tra 2017 e 2018 nelle diverse zone del mondo (cifre in miliardi); UNCTAD World Investment Report 2017, New York e Ginevra, United Nations 2018

<sup>62</sup> OECD (2016), Benchmark Definition of Foreign Direct Investment

I flussi di IDE verso l'Africa sono aumentati dell'11% a \$ 46 miliardi, ancora al di sotto della media annuale dell'ultimo 10 anni, a circa 50 miliardi di dollari. L'aumento dei flussi era principalmente a causa della continuazione della ricerca di risorse in investimenti, lentamente in espansione diversificata.

Gli investimenti in poche economie e più che raddoppiati flussi di IDE verso il Sud Africa, da 2 miliardi a 5,3 miliardi di dollari. Gli investimenti diretti esteri in America Latina e Caraibi sono stati inferiori del 6%, circa 147 miliardi di dollari nel 2018, in mancanza mantenere lo slancio dopo l'aumento del 2017, che ha seguito cinque anni di crescita negativa<sup>63</sup>. In Sud America, gli IDE sono diminuiti a causa dei minori flussi verso il Brasile e la Colombia; in centrale Gli afflussi in America sono rimasti stabili<sup>64</sup>. Dopo un tuffo nel 2017, i flussi di IDE verso le economie in transizione hanno continuato la loro tendenza al ribasso nel 2018, in calo del 28% a 34 miliardi di dollari. La contrazione è stata guidata da un dimezzamento di flussi verso la Federazione Russa, da 26 miliardi a 13 miliardi di dollari. Parte del declino era dovuta alla nuova domiciliazione di entità estere che detengono attività nella Federazione Russa. La metà delle 20 principali economie ospitanti nel mondo continua a svilupparsi incrementalmente mentre l'altra metà è in una fase di transizione<sup>65</sup>.

Figure I.3. | FDI inflows, top 20 host economies, 2017 and 2018 (Billions of dollars)



66

<sup>63</sup> UNCTAD 2015, Global FDI Recovery Derails, in “UNCTAD Global Investment Monitor” no.1

<sup>64</sup> UNCTAD World Investment Report 2018, New York e Ginevra, United Nations 2019

<sup>65</sup> [https://tcd360.worldbank.org/indicators/inv.all.pct?country=BRA&indicator=345&viz=line\\_chart&years=1980,2023](https://tcd360.worldbank.org/indicators/inv.all.pct?country=BRA&indicator=345&viz=line_chart&years=1980,2023), TCD360 developed by World Bank; World Bank Group; 2019.

<sup>66</sup> IDE in entrata nelle 20 economie più sviluppate (cifre in miliardi) (2017-2018); UNCTAD World Investment Report 2018, New York e Ginevra, United Nations 2019

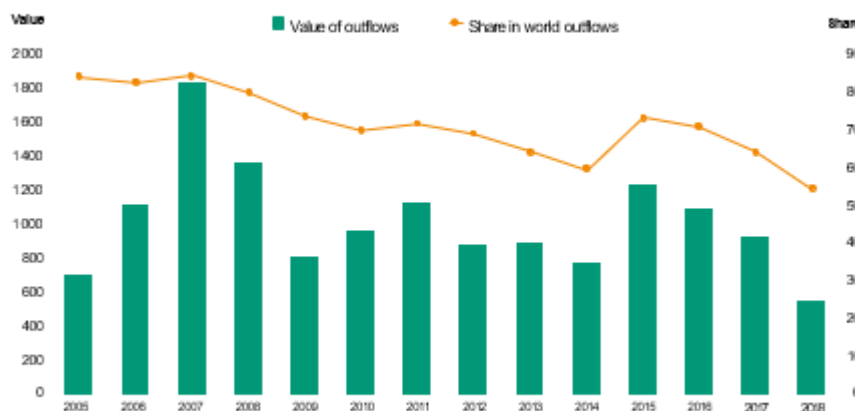
Nonostante il declino degli IDE, gli Stati Uniti sono rimasti il più grande destinatario di investimenti diretti esteri, seguito da Cina, Hong Kong (Cina) e Singapore. Inoltre, guardando gli investimenti diretti esteri a gruppi economici regionali e interregionali selezionati, i flussi sono rimasti relativamente stabili.

Nel 2018, le multinazionali dei paesi sviluppati hanno ridotto i loro investimenti in uscita verso un paese estero del 40% a 558 miliardi di dollari. Di conseguenza, la loro quota in investimenti diretti esteri globali è scesa del 55%: il valore più basso mai registrato nelle rilevazioni UNCTAD dal 2005<sup>67</sup>.

Il declino significativo è stato un riflesso delle intenzioni di investimento dei Paesi in calo rispetto all'impatto dei rimpatri di profitti accumulati su vasta scala da parte delle multinazionali degli Stati Uniti, che hanno provocato deflussi negativi<sup>68</sup>. Nel primo semestre del 2018, gli utili reinvestiti delle multinazionali statunitensi sono crollati di 367 miliardi netti e sono arrivati ad un saldo nettamente

negativo, 200 miliardi di dollari, a fronte di un saldo positivo di 168 miliardi nello stesso periodo nel 2017. Sebbene gli utili e i profitti reinvestiti nella seconda metà dell'anno siano tornati a valori positivi, i deflussi di investimenti diretti esteri

Figure I.5. Developed economies: FDI outflows, and share in world outflows, 2005–2018 (Billions of dollars and per cent)



Source: UNCTAD, FDIANE database ([www.unctad.org/infostat](http://www.unctad.org/infostat))

<sup>69</sup> dagli Stati Uniti per l'intero anno sono ancora fortemente diminuiti, a - 64 miliardi di dollari, rispetto ai 300 miliardi del 2017.

Le riforme fiscali hanno in parte risolto lo strappo del passivo sulle attività estere, che hanno contribuito a un salto negli acquisti di M&A cross-border da parte delle multinazionali statunitensi a 253 miliardi di dollari. Quasi la metà di queste acquisizioni è stata registrata nel quarto trimestre 2018. La maggior parte delle acquisizioni ha avuto luogo nell'UE e Nord America, principalmente negli Stati Uniti, Regno Unito e Germania, ma si registrano valori interessanti anche per India e

<sup>67</sup> UNCTAD World Investment Report 2005, New York e Ginevra, United Nations 2006

<sup>68</sup> UNCTAD World Investment Report 2016, New York e Ginevra, United Nations 2017

<sup>69</sup> IDE in uscita nelle economie sviluppate (cifre in miliardi) (2007-2018); UNCTAD World Investment Report 2018, New York e Ginevra, United Nations 2019

Giappone. Gli investimenti all'estero da parte delle multinazionali europee sono aumentati dell'11% a 418 miliardi di dollari. Ne sono la prova le multinazionali francesi, le quali hanno investito oltre 100 miliardi di dollari nel 2018<sup>70</sup>, tutti in investimenti azionari, facendo diventare la Francia il terzo paese con maggiori investimenti esteri nel mondo.

I flussi in uscita dal Regno Unito sono scesi a 50 miliardi di dollari da 118 miliardi in 2017, dovuti per lo più al clima di incertezza dovuto al governo inglese e le scelte compiute in termini di leave/remain all'interno dell'UE, nonostante un significativo aumento delle fusioni e acquisizioni internazionali. Anche l'investimento proveniente da imprese multinazionali tedesche è diminuito del 16% a 77 miliardi di dollari nonostante il valore delle loro M&A nette è più che raddoppiato a 73 miliardi di dollari a causa della fusione di Bayer con Monsanto (Stati Uniti) per 57 miliardi, il più grande affare nel 2018, che ha compensato i grandi flussi negativi di prestiti intracompany<sup>71</sup>.

Le aziende multinazionali giapponesi sono diventate le maggiori driver di investimenti al mondo, nonostante il calo degli investimenti diretti esteri dell'11% a 143 miliardi di dollari. Il rallentamento nell'attività di fusione e acquisizione complessiva delle multinazionali giapponesi era il risultato di un calo del 40% nei loro investimenti esteri diretti nei paesi sviluppati, principalmente negli Stati Uniti ma anche nel Regno Unito. Il loro investimento in Asia è aumentato del 31% a 49 miliardi di dollari, principalmente in Cina, India e Repubblica di Corea.

---

<sup>70</sup> UNCTAD World Investment Report 2018, New York e Ginevra, United Nations 2019

<sup>71</sup> UNCTAD World Investment Report 2017, New York e Ginevra, United Nations 2018

## SECONDO CAPITOLO

### 4 LE CARATTERISTICHE DEGLI IDE IN ITALIA

Imprese più grandi, tendenzialmente europee, concentrate nelle aree più ricche e in settori a maggiori intensità tecnologica o di ricerca: sono questi i tratti caratteristici che emergono da una fotografia istantanea degli IDE in Italia. L'ISTAT contava in Italia circa 18 mila imprese partecipate dall'estero nel 2016<sup>72</sup>. Queste impiegavano circa 1.3 milioni di occupati nel paese. Spesso si tratta di imprese contraddistinte da dimensioni ampiamente superiori al dato medio nazionale e che presentano performance migliori in termini di produttività e redditività. Del resto, le imprese estere in Italia originano un quarto della spesa di ricerca e sviluppo e delle esportazioni del paese. In altre parole, le imprese multinazionali sono uno strumento fondamentale per tenere l'Italia agganciata a catene del valore sempre più internazionali, dato che le imprese estere in Italia sono responsabili anche del 44% delle importazioni<sup>73</sup>.

Anche per questa ragione le imprese estere si concentrano nelle aree più competitive e meglio integrate con i canali internazionali. In termini di distribuzione territoriale emergono le aree economicamente forti del paese, caratterizzate oltre che dalla presenza di cluster produttivi di elevata specializzazione, anche dai più elevati livelli di produttività: la sola Lombardia pesa per oltre un terzo degli IDE in entrata; Lazio, Veneto, Piemonte ed Emilia-Romagna un ulteriore 35% circa, mentre il peso delle regioni meridionali e insulari si attesta su un'incidenza compresa tra il 3.6 e il 5% secondo le diverse stime<sup>74</sup>. La forte focalizzazione delle multinazionali su temi legati alla tecnologia e l'innovazione emerge anche nell'incidenza che gli investimenti esteri hanno nei diversi settori. Chimica, farmaceutica, elettronica, automotive, meccanica sono fra i comparti dove il peso delle multinazionali estere è più rilevante, oltre il 15% in termini di addetti occupati nel settore. Più in generale emerge un quadro settoriale degli investimenti che risulta contemporaneamente complementare ed allineato ai vantaggi competitivi dell'Italia<sup>75</sup>. Da un lato gli investimenti esteri vanno a colmare vere e proprie lacune del sistema nazionale, è il caso per esempio di 16 miliardi di fatturato prodotto da multinazionali dell'elettronica elettrotecnica, come anche della farmaceutica,

---

<sup>72</sup> Report risultati economici delle imprese 2016; 2018; ISTAT

<sup>73</sup> L'impatto delle acquisizioni dall'estero sulla performance delle imprese italiane; 2017; Italian Trade Agency ICE – Agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane.

<sup>74</sup> Commercio estero e attività internazionali delle imprese Profili e performance delle imprese esportatrici: nuove evidenze a supporto delle policy.; 2018; Giorgio Alleva, presidente ISTAT; ISTAT - ICE – Agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane.

<sup>75</sup> Relazione CONSOB per l'anno 2018; 2019; Commissione Nazionale Per le Società e la Borsa.

dall'altro premiano la specializzazione italiana<sup>76</sup>. Si tratta in quest'ultimo caso di investimenti che guardano all'Italia per l'unicità delle sue risorse utilizzando il paese come piattaforma produttiva non solo per il mercato interno, ma anche in un'ottica globale (storicamente la competitività dell'offerta nazionale ha guidato anche una parte degli investimenti nel settore chimico nel paese). Nella meccanica per esempio il 26% delle esportazioni italiane è riconducibile a multinazionali estere nel paese; il contributo delle imprese a controllo estero sull'export è rilevante anche in settori tradizionali come alimentare e abbigliamento dove è rispettivamente del 15 e del 10%<sup>77</sup>. Se il premio della specializzazione italiana guida soprattutto la dinamica manifatturiera, l'internazionalizzazione crescente nei comparti di distribuzione e altri servizi è utile per mettere in evidenza altri due aspetti fondamentali che guidano gli IDE nei paesi avanzati. Da un lato questi premiano le potenzialità del mercato interno (tipici gli investimenti nel commercio o nella logistica), dall'altro premiano processi di apertura che rendono accessibile il mercato (è il caso per esempio degli investimenti finanziari). Anche in queste situazioni i confronti di redditività ed efficienza rispetto alle imprese a controllo mettono in luce un contributo positivo delle multinazionali estere al miglioramento degli standard nazionali (per esempio il costo del lavoro e quindi anche gli stipendi pagati ai dipendenti sono nel caso delle imprese estere sempre superiori alla media nazionale).

L'assunzione di standard internazionali si riflette anche in miglioramenti organizzativi che sono generalmente tanto più evidenti quanto maggiore è la presenza di grandi economie avanzate fra gli investitori (Stati, Giappone e principali paesi europei). Nel caso dell'Italia, la matrice geografica dell'internazionalizzazione mostra un tipizzazione fortemente occidentale: oltre il 55% degli investitori provengono dall'Europa Occidentale, il 17% dal Nord America, il 4% del Giappone e un ruolo marginale, seppure in accelerazione, degli emergenti (Russia poco sopra al 2%, Cina intorno al 6% in termini di fatturato complessivo)<sup>78</sup>: a proposito del diverso contributo legato ai diversi paesi investitori è interessante rilevare, come rispetto a una minore incidenza in termini di fatturato le partecipate statunitensi mostrino risultati più importanti in termini di valore aggiunto. Al contrario le controllate asiatiche, a fronte di un'incidenza ancora relativa per altre variabili, mostrano un peso

---

<sup>76</sup> Small Business Act: Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese adottate in Italia nel secondo semestre 2015 e nel primo semestre 2016; Rapporto 2016; Direzione Generale per la Politica Industriale, la Competitività e le Piccole e Medie Imprese; Ministero dello Sviluppo Economico.

<sup>77</sup> Relazione CONSOB per l'anno 2018; 2019; Commissione Nazionale Per le Società e la Borsa.

<sup>78</sup> Quaderni giuridici: La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie.; 2019; S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola; CONSOB.



relativamente più sostenuto sul fatturato complessivo, e soprattutto sulla quantità di importazioni attivate, sottolineando il ruolo delle affiliate locali nell'approvvigionamento<sup>79</sup>.

Negli ultimi vent'anni gli Investimenti Diretti Esteri sono stati fra i principali e più potenti motori dell'ultima fase della globalizzazione. Segnati da una flessione significativa durante la crisi del 2009 gli ultimi anni hanno mostrato una ripresa dei flussi che seppure lontani dai picchi del biennio precedente la crisi hanno già recuperato e superato quella del periodo immediatamente precedente. Nel disegnare lo scenario dei prossimi anni, commercio internazionale e investimenti esteri si presentano quindi come un importante driver di sviluppo dell'economia soprattutto per quei paesi che segnati dalla debolezza del mercato interno e dalla bassa disponibilità di casse delle imprese affidano a domanda estera e capitali internazionali la strada della ripresa. I parallelismi fra IDE e commercio vengono peraltro da lontano, quando nella storia recente entrambi hanno per esempio testimoniato l'ingresso degli emergenti come nuovi player globali e una componente settoriale che ha privilegiato tecnologia e complessità<sup>80</sup>.

Dove il parallelismo fra IDE e commercio sembra funzionare solo in parte è proprio nel caso italiano. L'8° potenza industriale, il 7° esportatore di manufatti non arriva oltre la 18° posizione nella graduatoria degli investimenti diretti esteri in entrata<sup>81</sup>. Il divario con i paesi europei è peraltro aumentato dall'inizio degli anni Novanta e solo in tempi più recenti è emerso qualche segnale di miglioramento o parziale allineamento al trend europeo. All'origine di questo differenziale esistono ragioni strutturali per cui occorrono azioni di lungo periodo (per tutti il tema infrastrutturale o degli skill dei lavoratori), ma anche elementi con orizzonti relativamente più brevi (semplificazione amministrativa e sviluppo di un mercato dei capitali per favorire i trasferimenti). Quello che è certo è il costo opportunità legato alla bassa attrattività; un valore stimabile a partire dal contributo positivo di quegli investitori che già sono attivi in Italia. A fronte di un peso marginale sulla numerosità delle imprese, gli investimenti dall'estero contribuiscono per il 25% della spesa in ricerca e sviluppo e, fatto poco noto, anche al successo del made in Italy nel mondo (il 25% dell'export italiano origina da multinazionali estere nel paese). Gli IDE sono in altre parole un anello per tenere agganciata l'Italia alle catene globali del valore che nel corso dei prossimi anni andranno a ridefinire la produzione

---

<sup>79</sup> Quaderni giuridici: La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie.; 2019; S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola; CONSOB.

<sup>80</sup> L'Italia multinazionale: la partecipazioni italiane all'estero ed estere in Italia; 2017; di Sergio Mariotti e Marco Mutinelli; Prometeia, Italian Trade Agency ICE – Agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane.

<sup>81</sup> Small Business Act: Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese adottate in Italia nel secondo semestre 2015 e nel primo semestre 2016; Rapporto 2016; Direzione Generale per la Politica Industriale, la Competitività e le Piccole e Medie Imprese; Ministero dello Sviluppo Economico.

globale<sup>82</sup>. Privilegiano la tecnologia, guardano e valorizzano i vantaggi competitivi dei settori, come dei territori dove si insediano. Tengono aperte il legame con le grandi potenze occidentali, che sono da un lato il riferimento strategico per immaginare una piattaforma produttiva comune transnazionale o addirittura fra continenti (Europa USA in particolare), dall'altro lo strumento per il passaggio di conoscenza, tecnologia e upgrading industriale fra i soggetti coinvolti<sup>83</sup>.

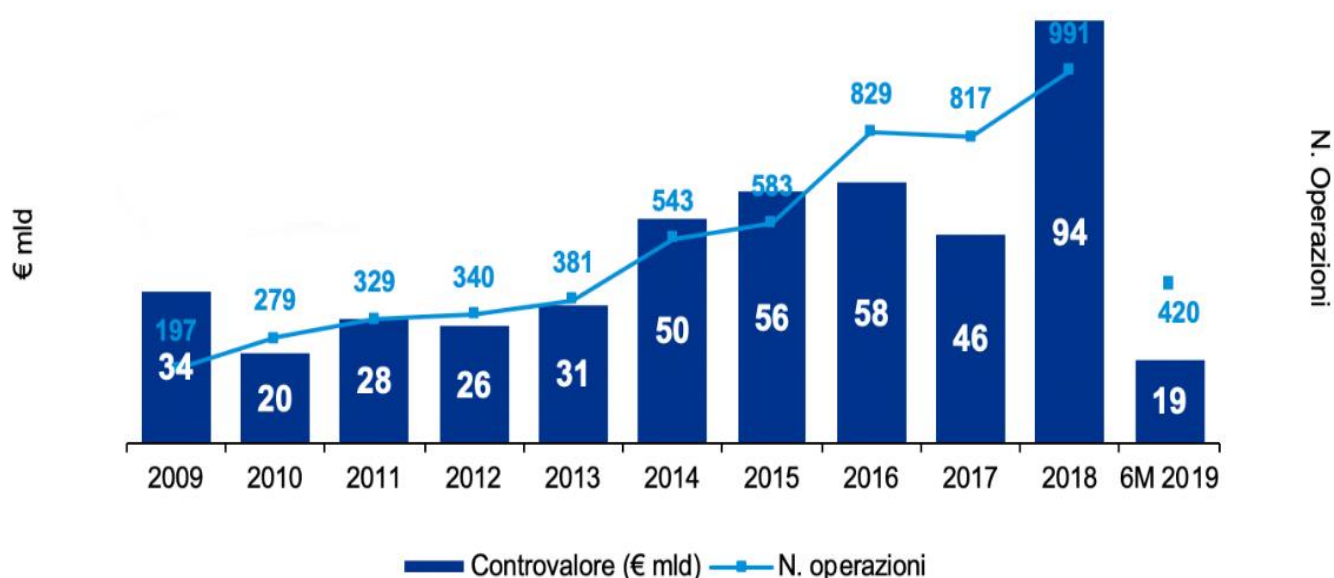
---

<sup>82</sup> Commercio estero e attività internazionali delle imprese Profili e performance delle imprese esportatrici: nuove evidenze a supporto delle policy.; 2018; Giorgio Alleva, presidente ISTAT; ISTAT - ICE – Agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane.

<sup>83</sup> Quaderni giuridici: La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie.; 2019; S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola; CONSOB.

## 4.1 I TREND M&A NEL MERCATO ITALIANO

“Il trend che si viene delineando per l’anno 2019, risulta in linea con quanto evidenziato a partire dalla seconda metà dello scorso anno. Il primo semestre del 2019 ha mostrato un rallentamento evidente a livello globale in termini di controvalori complessivi pur in presenza di un numero di operazioni crescente. Pesano le dinamiche geopolitiche, in particolare, ma non solo fra USA e Cina, che impattano in particolar modo sulle operazioni di M&A cross border, tipicamente di dimensioni unitarie più rilevanti. Anche le operazioni cross-border fra grandi aziende europee trovano diverse difficoltà nella loro esecuzione per motivazioni che possono spesso esulare da aspetti prettamente finanziari. Le proiezioni per la fine dell’anno difficilmente potranno non riflettere tali dinamiche e difficoltà.”<sup>84</sup>



<sup>85</sup> Infatti, contabilmente, nel 2018 il mercato italiano ha fatto rilevare un controvalore complessivo pari a circa 94 miliardi di euro pari al doppio rispetto ai 46 miliardi del 2017 con 882 operazioni, registrando un +8% rispetto alle 817 del 2017. Esaminando il dato più a fondo si osserva il peso di due mastodontiche operazioni già annunciate nel 2017, le quali hanno poi avuto un percorso macchinoso a proposito della loro finalizzazione formale. Si fa riferimento naturalmente alla fusione tra Luxottica ed Essilor, con un controvalore di ben 25 miliardi di euro, la quale si appresta ad essere una delle operazioni più importanti del panorama M&A italiano di sempre. L’operazione era stata

<sup>84</sup> Max Fiani, KPMG Partner; Mercato M&A in Italia nel 2018: il rapporto KPMG Corporate Finance; 2019; KPMG

<sup>85</sup> 2018 anno dei record sia per volume che per controvalore; KPMG Group S.p.a.; Mercato M&A in Italia: rapporto KPMG Corporate Finance. Brusca frenata delle attività di M&A in Italia.; 04/2019;

annunciata già nel gennaio 2017 ma si è finalizzata solo nel corso del mese di dicembre del 2018, a causa essenzialmente delle autorizzazioni delle Autorità Antitrust.

Eliminate dal totale queste due operazioni che da sole valgono circa 42 miliardi di euro, pari al 46% del mercato, in realtà l'attività di M&A ha evidenziato due velocità. Infatti, dopo una buona partenza con circa 30,5 miliardi di euro di controvalore nei primi sei mesi è stata seguita, nella seconda parte dell'anno, da una fase caratterizzata da un considerevole rallentamento con operazioni per appena 16 miliardi di euro.

## Top 10 operazioni finalizzate nel 2018

Top 10 Mercato M&A Italia 2018							
Nr.	Direzione	Target	Naz.T	Bidder	Naz. B	%	€ Mld
1	I/E	Essilor Luxottica (new combined entity)	Francia	Delfin S.r.l. e Altri azionisti di Luxottica S.p.A. <sup>(a)</sup>	Italia	50,2%	25,8
2	I/E	Abertis Infraestructuras S.A.	Spagna	Abertis Participaciones S.A.	Italia	98,7%	16,5
3	E/I	Recordati S.p.A.	Italia	CVC Capital Partners	UK	52%	3,0
4	I/I	ANAS S.p.A.	Italia	Ferrovie dello Stato Italiane S.p.A.	Italia	100%	2,9
5	E/I	Yoox Net-A-Porter Group S.p.A.	Italia	Compagnie Financière Richemont SA	Svizzera	75,2%	2,8
6	I/E	Hochtief AG	Germania	Atlantia S.p.A.	Italia	23,9%	2,4
7	I/E	Nestlé S.A. (business dolci)	Svizzera	Ferrero S.p.A.	Italia	100%	2,3
8	E/I	Ntv S.p.A. (Italo Treno)	Italia	Global Infrastructure Partners	USA	100%	2,0
9	I/I	EI Towers S.p.A.	Italia	2i Towers (F2i SGR 60% e Mediaset 40%)	Italia	40%	1,6
10	I/E	Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A.	Brasile	Enel Brasil Investimentos Sudeste S.A.	Italia	93,3%	1,6
Totale Top 10							60,7
% su totale mercato Italia							66,4%
Totale Mercato Italia al 18/12/2018							91,4

Nota:<sup>(a)</sup> cessione quote Delfin in Luxottica e adesione totale OPA con delisting di Luxottica con in cambio quote della nuova entità EssilorLuxottica.

86

Tuttavia, i primi sei mesi del 2019 sono state formalmente chiuse in Italia 420 operazioni, le quali nello stesso periodo del 2018 erano state 333, per un controvalore complessivo di circa 19 miliardi di Euro, in forte frenata rispetto ai 31,5 miliardi di controvalore del primo semestre dello scorso anno<sup>87</sup>. Se da un verso c'è ottimismo derivante da un incremento del 30% del numero di operazioni, a riprova di un maggiore interesse verso la crescita per linee esterne da parte degli imprenditori, a definizione di quella organica, e nella ricerca di dimensioni aziendali ottime per far fronte alle sfide internazionali,

<sup>86</sup> KPMG Group S.p.a.; Mercato M&A in Italia nel 2018: il rapporto KPMG Corporate Finance; 2019;

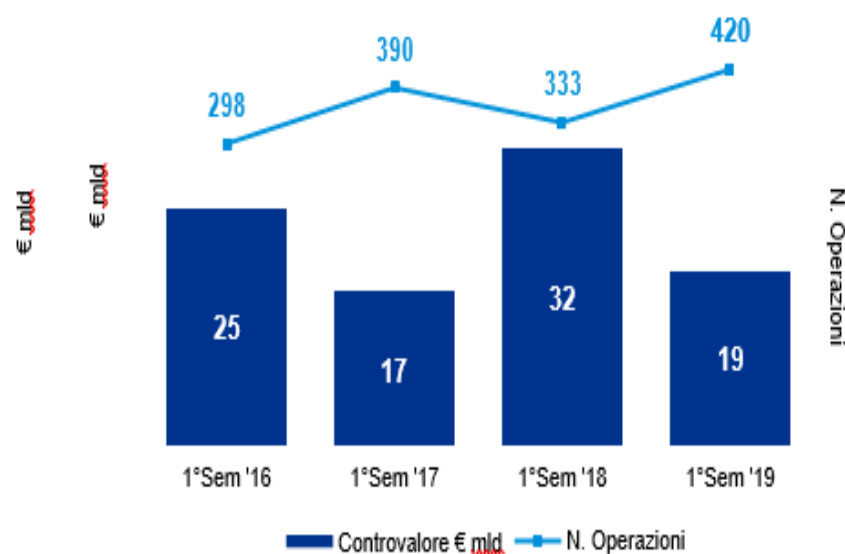
<sup>87</sup> KPMG Group S.p.a.; Mercato M&A in Italia nel 2018: il rapporto KPMG Corporate Finance; 01/2019;

si contrappone una rilevante contrazione rispetto ai controvalori nei confronti del 2018. In questo momento storico, contraddistinto da un quadro macro-economico incerto, elevata instabilità politica e con il ruolo dell'Italia all'interno dell'Unione Europea costantemente sotto pressione, sono le grandi operazioni a venir meno<sup>88</sup>.

Infatti, nel primo semestre del 2019, le operazioni con controvalore superiore al miliardo sono solo 4. Nello specifico, questo dato si allinea con quanto registrato mediamente in una serie storica più lunga dal mercato, identificando il 2018 come dato statistico anomalo a causa dell'anno particolarmente positivo<sup>89</sup>.

Le operazioni annunciate ma non ancora formalmente finalizzate<sup>90</sup> nel 2019 ammontano solamente a 9 miliardi di Euro. Differente la situazione, nello stesso periodo dello scorso anno, dove la pipeline ammontava ad almeno 48 miliardi di Euro ed includeva grandi accordi del calibro di Essilor-Luxottica e

### Confronto 1° Semestre 2016 - 2019



**Fonte: KPMG**

Atlantia-Abertis, per un valore complessivo 40,5 miliardi di Euro.

Appare molto dinamico il mercato M&A Italia su Italia. Infatti, nel 2018 sono state condotte ben 209 operazioni finalizzate tra controparti nazionali, con un controvalore totale di circa 3 miliardi di Euro, le quali nel 2017 erano state 160 per 12 miliardi di controvalore. Altrettanto positivo è stato l'andamento del comparto finanziario con 17 transazioni per circa 1,1 miliardi di Euro. Inoltre, sono state 166 le operazioni finalizzate all'estero da società italiane, dato in linea con le 159 del 2017, per

<sup>88</sup> KPMG Group S.p.a.; Max Fiani, KPMG Partner; Mercato M&A in Italia nel 2018: il rapporto KPMG Corporate Finance; 2019;

<sup>89</sup> KPMG Group S.p.a.; M&A in Italia nei primi 9 mesi 2018: il rapporto KPMG. Record di operazioni nei primi 9 mesi dell'anno.; 09/2018;

<sup>90</sup> Anche chiamata *Pipeline*

un controvalore totale di circa 57 miliardi di euro<sup>91</sup>. In rallentamento rispetto ai risultati del 2017 sono stati gli investimenti in Italia da parte di operatori esteri: 18,4 miliardi di euro su un totale di 276 operazioni, le quali erano stati i livelli del 2017 con 23 miliardi di euro in 266 operazioni.

## La direzione

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

92

Per quanto riguarda il 2019 invece, sono 10 i miliardi di euro di investimenti esteri in società italiane, per circa 125 transazioni, valore in linea con quello degli anni precedenti, in primis da riorganizzazioni di autorevoli gruppi italiani<sup>93</sup>.

## Top 10 M&A Italia 1° Semestre 2019

1° Semestre 2019									
Nr	Geografia	Target	Quotata	Naz.T	Bidder	Quotata	Naz. B	Quota %	€ Mln
1	E/I	Magneti Marelli S.p.A.	no	Italia	CK Holdings Co. Ltd.	no	Giappone/	100%	5.800
2	VE	Nexi S.p.A.	no	USA	Mercato	no	Italia	36%	2.312
3	VE	EssilorLuxottica SA (new combined entity)	si	Francia	altri azionisti di Luxottica	no	Italia	7%	1.678
4	VI	FinecoBank S.p.A.	si	Italia	Mercato	no	Italia	17%	1.014
5	E/I	Generali Leben	no	Italia	Viridium Group GmbH &	no	Germania	90%	899
6	E/I	Enel Green Power Brasil Participações Ltda	no	Italia	CGN Energy International	no	Cina	100%	660
7	E/I	Generali Belgium S.A.	no	Italia	Athora Holding Ltd.	no	Bermuda	100%	540
8	E/I	Candy S.p.A.	no	Italia	Qingdao Haier Co., Ltd.	si	Cina	100%	475
9	VI	Enel Américas S.A.	no	Italia	Enel S.p.A.	si	Italia	5%	412
10	E/I	Generali Worldwide Insurance Company	no	Italia	Utmost Wealth Solutions	no	UK	100%	409
11	VE	ProSieben Sat1 Media SE	si	Germania	Mediaset S.p.A.	si	Italia	10%	330
12	E/I	Castello SGR S.p.A. (Italian hospitality)	no	Italia	Oaktree Capital	no	USA	100%	300
13	VI	Atop S.p.A.	no	Italia	IMA S.p.A.	si	Italia	63%	230
14	VE	Enel Green Power North America	no	Italia/USA	Enel Green Power North	no	Italia	100%	226
15	VE	Perseo S.r.l.	no	Germania	ERG Power Generation	no	Italia	79%	221
16	E/I	HmsHost Motorways Inc.	no	Italia	Ariun Infrastructure &	no	UK	100%	170
17	E/I	ACF Fiorentina S.p.A.	no	Italia	Rocco Commisso	no	USA	100%	165
18	VI	Mercure S.r.l. (centrale a biomasse)	no	Italia	F2I SGR S.p.A.	no	Italia	100%	162
19	VE	Concessionaria de Rodovias Minas Gerais	no	Brasile	EcoRodovias	no	Italia	100%	149
20	VE	Calentadores de América, S.A. de C.V.	no	Messico	Ariston Thermo S.p.A.	no	Italia	100%	127
Totale Top 20									16.280
% sui primi 6 mesi									87,4%
<b>Totale 6 mesi 2019</b>									<b>18.628</b>

94

<sup>91</sup> KPMG Group S.p.a.; Mercato M&A in Italia: rapporto KPMG Corporate Finance. Brusca frenata delle attività di M&A in Italia.; 04/2019;

<sup>92</sup> KPMG Group S.p.a.; Mercato M&A in Italia nel 2018: il rapporto KPMG Corporate Finance; 01/2019;

<sup>93</sup> PWC; Report PWC Consumer Market, 2018 [www.pwc.com/it](http://www.pwc.com/it)

<sup>94</sup> KPMG Group S.p.a.; Mercato M&A in Italia: rapporto KPMG Corporate Finance. Brusca frenata delle attività di M&A in Italia.; 04/2019;

Ad esempio, il gruppo Generali ha ultimato le dismissioni annunciate nel 2018. Di nuovo, gli Stati Uniti sono stati il Paese più attivo con 31 operazioni: fanno parte di queste la cessione di AC Fiorentina dalla famiglia Della Valle all'imprenditore statunitense Rocco Comisso - fondatore del colosso dei servizi via cavo MediaCom e l'acquisizione di Magneti Marelli da parte del Fondo KKR attraverso Calsonic Kansei Corporation<sup>95</sup>. Sono numerose le imprese italiane che hanno proseguito o implementato una strategia di crescita per acquisizioni all'estero sei primi sei mesi del 2019: si contano 86 operazioni per 6 miliardi di Euro di controvalore, lo scorso anno erano state 67 per 9 miliardi di Euro.

A proposito delle IPO il 2018, che si era avviato con grandi aspettative solo in parte rispettate, ha visto 31 quotazioni con un resoconto complessivo pari a soli 2,2 miliardi di euro. Queste 26 società si sono quotate sul mercato AIM, con obiettivi di raccolta unitari abbastanza contenuti. Carel Industries, impresa produttiva nel settore HVAC/R, ed il fornitore di macchinari ausiliari per l'industria della plastica Piovan sono le uniche due società approdate direttamente sul segmento MTA-STAR, raccogliendo rispettivamente 290 e 170 milioni di euro. Due anche le quotazioni sul segmento MTA: il gruppo di cliniche private Garofalo Healthcare e la società IT Techedge, con 71 e 13 milioni di euro rispettivamente raccolti. Completa il novero delle matricole l'investment company NB Aurora del gruppo Neuberger Berman, che ha raccolto 150 milioni sul segmento MIV, dedicato ai veicoli di investimento<sup>96</sup>.

Tuttavia risultano in controtendenza i dati registrati nel primo semestre 2019, dove numerose quotazioni sui mercati regolamentati hanno prevalso le quotazioni sull'AIM, che spesso risultano propedeutiche al passaggio all'MTA ed all'utilizzo della leva M&A per accelerare la crescita. Sono 12 le matricole nel primo semestre 2019, 10 ammesse sul mercato AIM e 2 al listino MTA. La raccolta complessiva è di 2,4 miliardi di Euro, di cui 2,31 miliardi di Euro raccolti il 12 aprile 2019 dalla quotazione di Nexi S.p.A. (35,6%)<sup>97</sup>.

Sempre molto attivi i fondi di Private Equity, in particolare sul mid-market, che possono contare su ampie risorse finanziarie a loro disposizione e condizioni di finanziamento ancora favorevoli, seppure in un contesto dove spesso le attese dei venditori risultano elevate in termini di prezzi. Nel 2018 molto rilevante è stato il contributo dei fondi di Private Equity che hanno ultimato 110 operazioni: queste erano state 87 nel 2017, per un controvalore complessivo intorno ai 12 miliardi di euro. Ulteriore dato

---

<sup>95</sup> KPMG Group S.p.a.; Mercato M&A in Italia: rapporto KPMG Corporate Finance. Brusca frenata delle attività di M&A in Italia.; 04/2019;

<sup>96</sup> KPMG Group S.p.a.; M&A in Italia nei primi 9 mesi 2018: il rapporto KPMG. Record di operazioni nei primi 9 mesi dell'anno.; 09/2018;

<sup>97</sup> KPMG Group S.p.a.; Mercato M&A in Italia: rapporto KPMG Corporate Finance. Brusca frenata delle attività di M&A in Italia.; 04/2019;

positivo è quello che ben 50 sono state portate a termine da investitori non italiani. Investimenti rilevanti sono quelli di CVC Capital Partners che ha acquisito il controllo di Recordati dalla famiglia fondatrice per una cifra vicina ai 3 miliardi di euro, l'acquisizione di NTV da parte del fondo infrastrutturale americano Global Infrastructure Partners (2 miliardi di euro) e l'acquisizione di una quota di minoranza in SIAS (Gruppo Gavio) da parte del private equity francese Ardian per 450 milioni di euro<sup>98</sup>.

Tuttavia sono presenti alcuni macro-trends che guidano lo sviluppo del mercato in gran parte dei settori. La sostenibilità è di gran lunga il trend più rilevante e pervasivo che interessa l'intero settore, dal Food, Bevande e Cosmetici come freschi, organici/biologici, cruelty free, alla Moda, con la diminuzione dell'uso di pellicce, inclusività, "made in", all'Arredamento & Design e anche segmenti adiacenti come il Packaging. L'innovazione sarà la chiave per attrarre nuovi clienti, in particolare Millennials e Gen Z. Brands che si sono accorti che per ampliare il loro portafoglio prodotti, gli investimenti in aziende innovative di nicchia sono un'alternativa più rapida allo sviluppo interno. Questa tendenza sta attualmente spingendo gli investimenti delle grandi aziende sia in marchi emergenti della moda che in aziende cosmetiche di nicchia e altamente innovative<sup>99</sup>. Inoltre, il rapporto qualità-prezzo continua ad essere un mantra non solo per i clienti finali, ma anche per i produttori B2B che lavorano con i marchi della moda e del lusso. Oltre a questi fattori elencati precedentemente, ci sono anche i cambiamenti nello stile di vita, come il crescente numero di single e donne che lavorano, i quali stanno portando ad una rivoluzione nel segmento più tradizionale dell'industria, maggiormente alimentare, con l'aspettativa di un maggior consumo di piatti pronti, surgelati e un aumento delle consegne di cibo. Dall'altro lato, l'invecchiamento e la crescente attenzione alla salute e all'assistenza personale polarizzeranno gli acquisti personali rispetto ai prodotti di qualità. L'immediatezza è un ulteriore trend seguito dalle aziende poiché l'e-commerce sarà il canale di vendita con il più alto potenziale di crescita in tutti i segmenti.

---

<sup>98</sup> KPMG Group S.p.a.; Mercato M&A in Italia nel 2018: il rapporto KPMG Corporate Finance; 01/2019; KPMG Group S.p.a.

<sup>99</sup> PWC; Report PWC Consumer Market, 2018 [www.pwc.com/it](http://www.pwc.com/it)



## 4.2 GLI ACQUIRENTI STRATEGICI E FINANZIARI: MULTIPLI DI MERCATO

Le operazioni avvenute nel 2018 hanno confermato il trend di crescita dei multipli<sup>100</sup>, con un rapporto EV/EBITDA<sup>101</sup> in media nell'ordine di 9x-16x, ma con un'elevata varianza tra i sottosectori e le categorie.

### Multipli medi "Recorded transactions" 2004-2018



EV/EBITDA	PE +	PE - MBO e	PE	PE MBO	Acquirenti strategici
	Acquirenti strategici	maggioranze	Minoranze		
Media 2004	6,8x	7,3x	6,3x	6,3x	7,1x
Media 2005	7,6x	6,9x	6,5x	7,6x	7,8x
Media 2006	7,7x	7,2x	6,5x	7,7x	9,2x
Media 2007	8,2x	7,8x	7,9x	7,7x	9,2x
Media 2008	7,6x	5,8x	8,2x	7,5x	7,9x
Media 2009	7,3x	6,1x	6,0x	5,9x	6,4x
Media 2010	7,0x	7,0x	5,7x	6,2x	6,6x
Media 2011	7,6x	6,9x	6,9x	7,6x	7,2x
Media 2012	7,3x	6,7x	6,1x	6,9x	6,8x
Media 2013	8,4x	7,5x	7,7x	7,1x	6,7x
Media 2014	9,2x	8,0x	8,5x	8,2x	8,1x
Media 2015	8,3	7,9x	7,0x	8,4x	8,6x
Media 2016	9,1x	8,5x	7,9x	8,6x	8,9x
Media 2017	8,7	9,4x	9,1x	9,1x	9,4x
Media 2018	10,0x	9,8x	9,5x	9,7x	10,0x

Fonte: Fineurop Soditic - Target Italia (Dicembre 2018)

Fonte: Argos Soditic Mid Market Index - Eurozona (Dicembre 2018)



15



102

Secondo i calcoli di Fineurop, infatti, in media i multipli a fine 2018 si erano portati a 10 volte l'EBITDA per target italiani acquisiti da soggetti strategici o da private equity, con minimi a 9,1 volte nel caso di acquisizione di quote di minoranza da parte dei fondi. Numeri, questi, chiaramente al di sopra di quelli che circolavano nel 2017 (multiplo medio di 8,7 volte), già più alti, peraltro, di quelli che circolavano dieci anni prima nel momento di picco pre-crisi. Nel 2007, infatti, la media di valutazione era di 8,2 volte l'ebitda nel caso di acquirenti strategici e fondi, con minimi a 7,9 volte nel caso di minoranze.

<sup>100</sup> PWC; Report PWC Consumer Market, 2018

<sup>101</sup> Multiplo di mercato dato dal rapporto tra il valore di una società al momento in cui viene acquisita e il margine operativo lordo (EBITDA, Earnings before Interest taxes depreciation and amortisation).

<sup>102</sup> KPMG e Fineurop

I multipli più elevati sono stati pagati nei segmenti Cosmetica e Moda (con una media omogenea rispettivamente circa del 16x e 13x). Di contro, moltiplicatori inferiori sono stati registrati in Bevande<sup>103</sup>. Gli acquirenti strategici sono disposti a pagare multipli più elevati rispetto agli investitori finanziari (media di c.17x contro c.12x), facendo leva sulla visione di lungo termine dell'investimento e sul valore attribuibile alle sinergie operative e strategiche.

In questo contesto, si segnala il multiplo pagato da Michael Kors per l'operazione Versace che è stato di gran lunga il più alto del settore, con circa 41x. Le operazioni inbound hanno registrato multipli più elevati rispetto alle operazioni outbound e domestic con multipli EV/EBITDA medi dell'ordine di 18x, contro rispettivamente 15x e 11x.

Ciò riflette il forte appeal delle aziende e dei marchi italiani per gli investitori internazionali, basato sulla qualità dei prodotti, sulle performance finanziarie positive e sulla creatività e l'innovazione degli imprenditori.

---

<sup>103</sup> PWC, deals by investor type (2017 vs 2018); Report PWC Consumer Market, 2018

## 4.4 I BIG DATA E CREAZIONE DI VALORE POST-ACQUISIZIONE

L'incremento del numero di fonti informative, e della conseguente mole di dati disponibili, unito alle possibilità delle tecnologie di elaborazione e storage, più potenti e accessibili a basso costo, favoriscono oggi le aziende verso l'utilizzazione di questi strumenti cosicché oggi I Big Data stanno rivoluzionando le pratiche di fare business dell'impresa e rappresentano la chiave del vantaggio competitivo dell'impresa.

Quotidianamente le aziende acquisiscono grandi masse di dati, tramite le tecnologie digitali (multichannel) che, unite alle tradizionali fonti informative, generano i Big Data (BD), le cui analisi (Analytics) consentono di estrarre preziose conoscenze sui processi aziendali e sul comportamento della clientela. Essi consentono di trasformare i dati in informazioni e, quindi, in profitto, tramite la razionalizzazione dei processi aziendali, l'innovazione dei prodotti/servizi, il miglioramento della customer experience e l'ottimizzazione delle azioni commerciali. In Italia il 2016 ha registrato un boom degli Analytics (+15%, con un mercato da 900 milioni di euro) e la componente Big Data è incrementata del +44%.

Una recente ricerca di Accenture<sup>104</sup>, svolta su un campione di dirigenti d'azienda, evidenzia che:

- i BD consentono di identificare nuove fonti di reddito (secondo il 54% degli intervistati) e di sviluppare nuovi prodotti o servizi (50%);
- i BD sono di importanza basilare per la trasformazione digitale dell'azienda (secondo l'89% degli intervistati);
- gli ambiti in cui i BD avranno maggiore impatto nei prossimi anni saranno quelli: della relazione con la clientela (63%); della ridefinizione del processo di sviluppo dei prodotti (58%); della trasformazione delle attività operative (56%).

L'implementazione di un sistema di BD comporta, tuttavia, problemi di: sicurezza dei dati (rischi di attacchi informatici, secondo il 51% degli intervistati); di budget (47%); di disponibilità di risorse umane specializzate (Data Scientist) (41%); di integrazione tecnologica (35%).

La crescita esplosiva dei dati, una maggiore sete di informazioni e la disponibilità di tecnologie più potenti stanno alimentando le aspettative di utilizzo dei dati e stanno guidando l'adozione dell'analitica negli affari, specialmente nei consumatori<sup>105</sup>.

---

<sup>104</sup> Accenture S.p.A.; AccentureDigital, Come avere successo attraverso i Big Data, 2016

<sup>105</sup> PWC; Report PWC Consumer Market, 2018

Le imprese stanno producendo più dati da nuove fonti e i volumi di dati strutturati e non strutturati stanno aumentando poiché è stato stimato che la quantità di dati nell'universo digitale raddoppia ogni due anni. In questo panorama di Deals, gli investitori si aspettano una maggiore trasparenza, ed è necessaria una visione più granulare e una maggiore fondatezza dell'equity story. Ci si aspetta inoltre che il management comprenda e sfrutti tutti i propri dati per fornire risposte più rapide e precise.

Gli investitori, finanziari o strategici che siano, sono sotto crescente pressione per fornire più valore da ogni affare che fanno. Secondo alcune interviste condotte da PWC Italia<sup>106</sup>, attraverso un'indagine con 600 dirigenti aziendali senior, viene dimostrato che molte acquisizioni e cessioni non massimizzano il valore, ma piuttosto le aziende che danno priorità alla creazione di valore fin dall'inizio hanno una migliore esperienza di massimizzazione del valore in un'operazione.

L'approccio alla creazione di valore si basa su 3 pilastri principalmente:<sup>107</sup>

- Rimanere fedele al proprio intento strategico:
- Una strategia di portafoglio più ampia piuttosto che offerte opportunistiche
- Correlazione diretta tra creazione di valore aggiunto e investimenti per l'integrazione post-acquisizione.

Risulta essenziale, perciò, essere chiari su tutti gli elementi di un *Piano di creazione di valore aggiunto* quali il *piano tecnologico*, il *piano riguardo le sinergie*, il *piano di integrazione nel tempo*, il *capitale circolante* e la *struttura fiscale e giuridica*.

---

<sup>106</sup> PWC; Report PWC Consumer Market, 2018

<sup>107</sup> PWC; Report PWC Consumer Market, 2017

## 5 LE M&A A LIVELLO GEOGRAFICO

La stragrande maggioranza degli obiettivi di M&A annunciati nel 2018 sono basati nel nord-ovest dell'Italia, seguiti dal Centro Italia. Tra gli investimenti dall'Italia verso l'estero figurano due operazioni eccezionali effettuate da Ferrero e Parmalat<sup>108</sup>.

La parte del leone in termini di numero di operazioni va al Nord-Ovest dell'Italia, con circa il 40% del totale delle operazioni. La Lombardia è in testa al pacchetto seguita dal Piemonte.

Gli obiettivi con sede nel Nord-Ovest d'Italia hanno attirato molti investitori internazionali e ancor di più acquirenti nazionali, sia strategici che finanziari. La maggior parte delle operazioni ha riguardato target impegnati nel segmento Food & Beverages, seguito da Fashion & Luxury e Furniture & Design. I 3 deal maggiormente rilevanti annunciati nel 2018 hanno riguardato obiettivi in quest'area: l'acquisizione di YNAP da parte della svizzera Compagnie Financière Richemont e le acquisizioni strategiche di Candy da parte del quotato cinese Qingdao e di Gianni Versace da parte della società statunitense Michael Kors Holding.

Al Centro Italia sono state annunciate operazioni per circa il 25% del totale, di cui la maggior parte in Emilia-Romagna, seguite dalla Toscana. Le operazioni si sono concentrate sui segmenti Food & Beverages e Fashion & Luxury. L'acquisizione da Unibon del produttore di prosciutto Grandi Salumifici Italiani è stata la più grande operazione di R&C annunciata in quest'area nel 2018.

Il Nord-Est dell'Italia ha contribuito con circa il 20% del totale, con il Veneto che è la seconda regione in Italia in termini di numero di operazioni, seguito dal Friuli-Venezia Giulia che ha altrettanto peso dominante in questa area.

La maggior parte delle operazioni ha riguardato i target del segmento Food & Beverage (pari al 56% del totale delle operazioni della regione contro una ponderazione nazionale media del 38%), Mobili & Design e Moda & Luxury. Le operazioni più rilevanti sono state il management buyout di Gruppo Coin, la partecipazione minoritaria di 21 Investimenti in Casa Vinicola Zonin e la partecipazione minoritaria di Idea Taste of Italy nella Casa Vinicola Botter.

Il Sud e le Isole hanno ospitato diversi accordi annunciati e le offerte si sono concentrate principalmente in Campania, Sardegna e Puglia. Le operazioni più rilevanti si sono svolte in Campania: l'acquisizione della catena di pizzerie Rossopomodoro dal fondo di Private Equity OpCapita e la partecipazione minoritaria di Italmobiliare nel produttore di caffè L'Aromatika Srl (Caffè Borbone).

---

<sup>108</sup> PWC; Report PWC Consumer Market, 2018

## 5.1 I SETTORI E SEGMENTI ATTRATTIVI

Anche per il 2018, il Food ha confermato la sua attrattiva per le fusioni e acquisizioni, risultando uno dei settori più attrattivi, con 60 operazioni annunciate nel 2018 (57 nel 2017)<sup>109</sup>. Quest'anno è stato caratterizzato da 38 operazioni domestiche, 16 operazioni inbound<sup>110</sup>, che hanno coinvolto società internazionali di Private Equity e Corporates, e 6 operazioni outbound<sup>111</sup>, con aziende nazionali che hanno rafforzato significativamente la loro presenza, soprattutto nel mercato nordamericano.

Il significativo numero di operazioni in entrata ha confermato anche per quest'anno l'interesse per la qualità dei servizi offerti di prodotti "Made in Italy". Questo segmento ha visto l'acquisizione di *Forno d'Asolo*, produttore e distributore di prodotti da forno surgelati, da parte di *Private Equity Fund BC Partners* e dall'investimento di *Kharis Capital Advisory*, un private equity con sede in Svizzera, in una partecipazione minoritaria di *Rigoni di Asiago*, produttore e distributore italiano di creme e marmellate, con la famiglia Rigoni che conserva ancora oggi il controllo della società. Tali fondi sono attesi supportare le aziende target nell'ampliamento dell'offerta di prodotti, nel consolidamento delle quote di mercato e nell'espansione internazionale.

I grandi player italiani, in questo settore, hanno segnato in modo significativo l'M&A 2018 rafforzando le loro posizioni nel mercato nordamericano ed europeo. In particolare, Ferrero ha annunciato l'acquisizione del business dolciario statunitense di *Nestle* per un valore di 2,3 miliardi di euro. Questo, insieme alle acquisizioni dello scorso anno dei marchi *Fannie May Confections Brands* e *Ferrara Candy Company*, consentirà a Ferrero di diventare la terza azienda dolciaria degli Stati Uniti. Anche *Parmalat (Gruppo Lactalis)* ha proseguito la sua espansione internazionale annunciando l'acquisizione del ramo d'azienda *Natural Cheese Business* di *Kraft Heinz Canada*, la filiale canadese del gruppo *Kraft Heinz*, per un corrispettivo di 1,1 miliardi di euro. Irca, produttore italiano di cioccolato e prodotti artigianali (società in portafoglio del *Gruppo Carlyle*), ha annunciato l'acquisizione di *Dobla*, produttore olandese di decorazioni per cioccolato.

Il segmento dei prodotti da forno ha registrato il maggior numero di operazioni annunciate tuttavia anche il segmento degli alimenti sani e dietetici è anche in costante espansione a seguito delle richieste dei clienti, con l'acquisizione di *Alpipan*, azienda italiana impegnata nella produzione di alimenti da forno senza glutine e dietetici da parte di *Bauli*, leader nel segmento dei prodotti da forno in Italia

---

<sup>109</sup> PWC; Report PWC Consumer Market, 2018

<sup>110</sup> In entrata verso l'Italia

<sup>111</sup> In uscita dall'Italia

*Melegatti*, marchio storico attivo nel settore dei dolci di Natale, è stato recuperato dal fallimento da parte di investitori privati<sup>112</sup>.

Il segmento Bevande ha registrato 15 operazioni nel 2018 (23 nel 2017). Le operazioni più rilevanti sono state nei segmenti Wine & Spirits e Coffee (4 e 2 operazioni per target con ricavi >50 milioni di euro). Le operazioni nel segmento Beverage annunciate nel 2018 comprendono 6 operazioni guidate da investitori finanziari e 9 da aziende. Le operazioni di Private Equity più rilevanti sono state la partecipazione minoritaria di *IdeA Taste of Italy* (22,5%) in *Casa Vinicola Botter*; l'acquisizione di *AEB SpA* da parte di *Apax France* e l'acquisizione del 60% di *L'Aromatika* (marchio Caffè Borbone) da parte di Italmobiliare. Tuttavia, l'operazione societaria più rilevante è stata l'acquisizione di *US Mars Drinks* da parte di *Lavazza*.

Nel 2018 sono state registrate 7 operazioni nel segmento Personal care & Cosmetics (11 nel 2017), che sono state in gran parte internazionali (solo 2 domestiche). Le acquisizioni aziendali più importanti sono state motivate dalla volontà di ampliare il portafoglio prodotti delle aziende in segmenti di mercato non coperti<sup>113</sup>. Spiccano alcune importanti operazioni come *Equilibra*, la quale ha il core business in integratori sanitari, cura della pelle naturale e dei prodotti cosmetici, che è stata acquisita da *Unilever*, con l'obiettivo di accrescere la sua presenza nei segmenti "naturali" della cura della pelle e dei capelli e rafforzando la sua presenza in Italia; l'acquisizione del 100% del Gruppo *Deborah* da parte di *Sodalis*, consentirà a quest'ultima di consolidare la propria presenza in trucco, dove Deborah ha una posizione di primo piano; *SH Kelkar* (con sede in India) ha acquisito una partecipazione del 51% nella società italiana di profumi *Creative Flavours and Fragrances* (la restante quota sarà acquisita nei prossimi 3 anni). L'acquisizione di quest'ultima aiuterà SH Kelkar ad aumentare la sua presenza nel settore aromi e profumi, con l'obiettivo di realizzare il suo potenziale ed emergere come uno dei top player nel settore. L'unica operazione di Private Equity registrata è stata l'investimento del 33% di *Peninsula Capital Partners* in *Kiko* (80 milioni di euro di deal value<sup>114</sup>), catena retail monomarca con oltre 600 milioni di euro di fatturato, una forte presenza internazionale (circa il 65% del fatturato è realizzato all'estero) e il proprio e-commerce (3,5% del fatturato). Il supporto del fondo di Private Equity dovrebbe consentire al Gruppo di perseguire un piano di investimenti focalizzato sull'innovazione tecnologica (supply chain, IT ed e-commerce).

Il segmento Italian Fashion & Luxury ha continuato a mostrare il suo fascino nel mercato M&A con 43 operazioni registrate nel 2018 (34 nel 2017), con un equilibrio pressoché identico tra

---

<sup>112</sup> PWC; Report PWC Consumer Market, 2018

<sup>113</sup> PWC; Report PWC Consumer Market, 2018

<sup>114</sup> Deal value: considerato come la somma del corrispettivo pagato dall'acquirente per la quota azionaria della Target più il valore del suo debito netto, ove applicabile.

operazioni domestiche e internazionali<sup>115</sup>. La moda ha contribuito ad accrescere il valore delle M&A in Italia trainate da grandi aziende indirizzate ad espandere la propria presenza in nuovi segmenti di mercato (*Michael Kors/Gianni Versace, Richemont/YNAP*) e Private Equity interessati a marchi di moda con problemi di successione (41% di *FSI* in *Missoni* e maggioranza di *L-Gam* in *Woolrich*). Nel 2018 sono state annunciate 22 operazioni nazionali, 14 in entrata e 7 in uscita. Queste hanno interessato un'ampia gamma di sotto settori, tra cui abbigliamento, abbigliamento sportivo, calzature, accessori, tessile e pelletteria. Gli investitori finanziari hanno continuato a svolgere un ruolo significativo nel mercato, essendo coinvolti come acquirenti in circa il 53% delle transazioni totali. Il 2018 sarà ricordato per alcune mega deal che hanno coinvolto un marchio icona della moda italiana e uno dei più importanti player mondiali nel settore dell'e-commerce:

*Gianni Versace* è stato acquisito nel settembre 2018 da *Capri Holdings* per 1,8 miliardi di euro (multiplo implicito di 41x su conti 2017). *Capri Holdings* (che comprende i marchi *Michael Kors* e *Jimmy Choo*) è un gruppo del lusso quotato alla Borsa di New York con un market cap di oltre 6 miliardi di dollari. Questa acquisizione contribuisce a creare uno dei principali gruppi di moda di lusso a livello mondiale e *Versace* avrà l'opportunità di accelerare la sua presenza globale nel retail. *Donatella* ha confermato di rimanere a capo dello style management;

Nel marzo 2018, *Richemont*, il maggiore azionista di *Yoox Net-a-Porter Group*, ha lanciato un'offerta pubblica di acquisto del 75% di *YNAP*. La scala totale dell'investimento di *Richemont* è stato di circa 2,7 miliardi di euro, valutando l'attività complessiva *YNAP* a circa 5 miliardi di euro (multiplo implicito di 21x su conti 2017)<sup>116</sup>. La logica dell'investimento è stata quella di dotare il gruppo *YNAP* di risorse aggiuntive per rafforzare e accelerare ulteriormente la leadership a lungo termine nel settore del lusso online; Nel marzo 2018 *Gruppo Coin SpA* (una delle maggiori catene italiane di grandi magazzini), è stata ceduta da *BC Partners* ad un gruppo di manager e investitori.

Gli investitori finanziari sono leader nelle operazioni di M&A nel segmento *Forniture & Design*, con 22 operazioni su un totale di 29 nel 2018 (18 nel 2017).

Nel 2018 gli investitori finanziari hanno mostrato un maggiore interesse per l'industria del mobile e del design, con il risultato di 29 acquisizioni completate, di cui 5 add-ons:

*Italian Design Brand* (partecipazione creata nel 2015 da Private Equity Partners, aggregando marchi come *Gervasoni*, *Very Wood* e *Meridiani*), ha aggiunto al proprio portafoglio divani *Saba Italia* e soluzioni illuminotecniche *Davide Groppi*; *Investindustrial* e *Carlyle* hanno contribuito alla newco *Design Holding* con le società *Flos*, *B&B Italia* e *Louis Poulsen* (acquisite a luglio), con l'intento di

---

<sup>115</sup> PWC; Report PWC Consumer Market, 2018

<sup>116</sup> PWC; Report PWC Consumer Market, 2017



creare un polo di attori del design di alta qualità e sostenere la loro espansione internazionale; Il segmento dell'illuminazione è attualmente in una fase di profonda trasformazione, guidata dalla tecnologia LED e dall'evoluzione digitale. Dopo alcune voci su una possibile IPO, una delle aziende italiane di illuminazione più orientate alla ricerca e sviluppo (circa il 7% del fatturato), *iGuzzini Illuminazione*, è stata acquisita dal leader di mercato svedese *Fagerhult AB*, confermando l'attrattiva delle imprese italiane attive nel settore<sup>117</sup>.

Ceramica ed elettrodomestici hanno guidato 9 operazioni, guidate principalmente da investitori aziendali. L'aumento degli investimenti in ricerca e sviluppo è stato un tema anche nel segmento della ceramica, che ha avuto un impatto positivo dal dispiegamento della "Fabbrica 4.0". Tra le 3 operazioni annunciate nel 2018, l'alleanza strategica tra Italcera SpA e Rondine SpA, completata con l'intento di creare un grande player, con un maggiore potenziale competitivo su scala globale.

Il settore Specialty Retail ha registrato 19 operazioni nel 2018 (10 nel 2017), di cui 5 inbound. 8 operazioni hanno coinvolto imprese e 3 operazioni sono state oggetto di add-ons di società in portafoglio di investitori finanziari. I ristoranti e le catene di casual dining rimangono nel menù del Private Equity.

I settori della ristorazione e della ristorazione informale hanno registrato un forte aumento nel 2018, con un totale di 14 operazioni di M&A contro le 5 del 2017. I maggiori livelli di reddito disponibile, o quanto meno l'aumento della fiducia dei consumatori, hanno spinto al rialzo le tendenze al consumo fuori casa in Italia. Le catene di ristorazione informale si sono dimostrate più resistenti dei ristoranti tradizionali in periodi di crisi economica.

Le operazioni relative ai servizi di ristorazione comprendono le seguenti operazioni nel segmento della buona tavola (Cipriani e Langosteria) e delle catene di ristorazione informale come *Panini Durini*, *Rossopomodoro*, *El Rancho*, *Dispensa Emilia*, *Temakinho*, *MiScusi*, che comprende anche le tradizionali come formati innovativi. In base alle dimensioni delle aziende target, gli investitori sono stati privati (segmento fine dining), club deal (Panini Durini investito da Astraco), private equity (Rossopomodoro acquisita dalla britannica OpCapita LLP, Dispensa Emilia acquisita da Investindustrial) e integrazioni di investimenti in private equity (Cigierre, catena retail di proprietà di BC Partners, ha investito in El Rancho, Temakinho e Pony Zero, una start up italiana attiva nel settore food delivery).

I driver degli investimenti di Private Equity e degli add-ons sono stati la volontà di implementare un format di successo su scala internazionale e la possibilità di replicare le best practice e metodologie in altri brand, con conseguente miglioramento della redditività.

---

<sup>117</sup> PWC; Report PWC Consumer Market, 2018

Gli attori della moda guardano con crescente interesse alle catene di servizi di ristorazione per la diversificazione del portafoglio o per perseguire una strategia di brand extension. Seguendo l'esempio di altri paesi europei, l'Italia ha sbloccato gli investimenti aziendali nelle farmacie al dettaglio.

Nel 2017 sono state approvate importanti modifiche normative che consentono alle aziende di entrare nel settore delle farmacie retail, portando ad una rivoluzione nel settore che dovrebbe generare opportunità per gli investitori finanziari<sup>118</sup>. I primi segnali in questa direzione sono l'acquisizione del *Gruppo Farmacrimi* (13 farmacie e 12 parafarmacie) da parte di *F2i*, con l'ambizione di costituire un fondo di circa 500 milioni di euro, l'apertura di una farmacia *Boots* a Milano da parte di *Walgreens Boots* (la società ha acquisito altre 8 farmacie dal fallimento della catena *Essere & Benessere* che sarà probabilmente convertita al marchio *Boots*) e l'annuncio di *Penta Investments*, un private equity ceco, l'investimento in *Dr. Max*, un network di 1.000 farmacie dell'Europa dell'Est per lanciare la propria catena in Italia, con un investimento di circa 1 miliardo di euro.

Il quadro attuale è tuttavia ancora soggetto alle seguenti condizioni alle pressioni esercitate dalle lobby dei farmacisti tradizionali contro la deregolamentazione tuttavia sono in corso discussioni per introdurre restrizioni alla proprietà di farmacie nella stessa regione (dall'attuale 20% al 10%).

Le operazioni riguardo l'intrattenimento (12 nel 2018 vs. 14 nel 2017) si riferiscono principalmente alle squadre di calcio e al segmento del gioco d'azzardo. Il settore del calcio italiano è stato preso di mira da investitori finanziari e privati<sup>119</sup>. Una delle principali operazioni concluse nel 2018 riguarda l'acquisizione dell'*AC Milan* da parte dell'hedge fund statunitense *Elliott* di proprietà di Li Yonghong, investitore privato cinese. Operazioni minori hanno riguardato altre squadre di calcio come il *Bari Calcio* acquisito da un imprenditore privato (Aurelio De Laurentis), il *Palermo Calcio* acquisito da *Sport Capital Group* (UK Corporate) e il *Monza Calcio* acquisito da *Fininvest Group*. Il processo di consolidamento è ancora in corso nel settore dei giochi, con il rafforzamento della piattaforma scommesse di *Gamenet* attraverso l'acquisizione di *Goldbet* (valore dell'operazione pari a 0,3 miliardi di euro) e *Playtech plc*, completando l'acquisizione della maggioranza di *Snaitech S.p.A.* (0,8 miliardi di euro). Il settore dei giochi è stato fortemente influenzato da restrizioni governative quali il divieto di pubblicità (es. "Decreto dignità" emanato nell'estate 2018) e da vari aumenti fiscali (quest'ultimo previsto dalla legge finanziaria 2019). Il quadro normativo rivisto e in continua evoluzione potrebbe rappresentare una minaccia per i nuovi investimenti nel settore avendo un impatto negativo sui multipli. La piena applicazione delle modifiche della legislazione fiscale

---

<sup>118</sup> PWC; Report PWC Consumer Market, 2018

<sup>119</sup> PWC; Report PWC Consumer Market, 2018

comporterà ulteriori difficoltà per il settore dei giochi d'azzardo. Si prevede che le tendenze di concentrazione colpiranno il mercato nel prossimo futuro.

Il settore Italian Travel & Hospitality (17 operazioni nel 2018 contro le 11 del 2017) ha attratto investitori corporate italiani ed esteri, confermando il trend positivo dell'anno precedente.

*Alpitour*, investito da *Tamburi Investment Partners*, è stato uno degli attori chiave nel segmento dei tour operator con l'acquisizione di *Eden Travel Group*, con l'obiettivo di una IPO nei prossimi 2/3 anni. Sono state inoltre consolidate alcune società italiane (Uvet Viaggi Turismo S.p.A., Bluserena S.p.A., Bluserena S.p.A., ecc.) la loro posizione di mercato attraverso acquisizioni nazionali. Gli investitori stranieri si sono concentrati sulle acquisizioni di beni immobili di prestigio (Hotel Beverly Hills Rome di Almus Capital Ltd, Castello di Casole di Belmond Ltd, parte del Gruppo LVMH, Park Hotel Baia Sardinia dalle ore 12.18). Investment Management GmbH).

Stando alle cifre riportate dalle strutture, il trend positivo di M&A su hotel e tour operator dovrebbe confermarsi nel 2019 a seguito della crescente spesa dei clienti domestici, rendendo interessante il mercato Travel & Hospitality sia per gli investitori nazionali che per quelli stranieri. Il turismo enogastronomico offre opportunità non ancora sfruttate (con un potenziale ancora da misurare) per le aziende vinicole italiane e il turismo satellitare, abbinando sapientemente la cultura e la tradizione tipica italiana con l'innovazione e la creazione di viaggi nel gusto.

## TERZO CAPITOLO

# 6 I TRATTI DISTINTIVI DELLA MEDIA IMPRESA ITALIANA

Da alcune decadi a questa parte le medie imprese rivestono una parte centrale degli studi industriali, politici e accademici. L'Unione Europea dedica da sempre specifica attenzione al tema e tale impegno viene provato dalla pubblicazione annuale del Report on European SMEs<sup>120</sup> al fine di monitorare la crescita e lo sviluppo delle PMI in Europa. Relativamente l'Unione Europea a 28 stati, l'ultimo report pubblicato nel 2018 registrava 23 milioni di PMI attive nel 2017, più del 90% delle quali appartiene alla categoria delle microimprese (meno di 10 addetti). Nonostante l'indiscutibile contributo occupazionale ed economico prodotto dalle micro e piccole imprese europee, più di 90 milioni di persone occupate secondo il report, risulta evidente come la stragrande maggioranza delle PMI in Europa non si avvicini nemmeno alla dimensione di piccola impresa<sup>121</sup>. Queste infatti sono stimate essere solamente il 6% dell'intera popolazione, mentre la rimanente parte include medie e grandi imprese. Di queste ultime, l'1%, ovvero circa 250.000 unità, è composto da medie imprese, analizzate secondo i parametri europei come imprese con fatturato annuo compreso tra i 10 e i 50 milioni di euro e con personale impiegato compreso tra le 50 e 250 persone. Nonostante il peso modesto nella popolazione totale delle imprese europee, le medie aziende nel 2015 contribuivano al 17% della forza lavoro impiegata e al 18% del valore aggiunto complessivamente generato nei 28 Stati<sup>122</sup>.

L'importanza della media impresa nell'economia europea e lo studio parziale dedicato a questa specifica classe di impresa da parte di studiosi e analisti motivano la necessità di intraprendere un'analisi di tale tipologia di azienda. In Italia, un'indagine censuaria sulle medie imprese manifatturiere è stata condotta dall'Ufficio Studi di Mediobanca e dal Centro Studi di Unioncamere per mezzo di una serie di pubblicazioni annuali dal 2002 al 2017. In termini strettamente statistici, è interessante notare come i parametri per il campionamento delle imprese differiscano da quelli utilizzati dall'Unione Europea. Infatti, secondo Mediobanca-Unioncamere, un'impresa può essere

---

<sup>120</sup> Annual Report on European SMEs, European Commission, November 2017

<sup>121</sup> 1<sup>a</sup> relazione annuale sullo stato della Media Impresa Italiana, 2017, Cdo

<sup>122</sup> Small Business Act – Support initiatives for micro, small and medium enterprises in Italy, 2015, Ministero dello Sviluppo Economico

considerata media quando il fatturato annuo è compreso tra i 16 e i 355 milioni di euro e i dipendenti sono compresi tra le 50 e le 499 unità<sup>123</sup>.

Secondo i parametri utilizzati dalle indagini in questione, la categoria della media impresa manifatturiera in Italia include imprese considerate di grande dimensione in Europa ed esclude necessariamente molte PMI che non arrivano alla quota minima dei 16 milioni (secondo la Commissione Europea la soglia minima è di 10 milioni). Per conciliare i due differenti approcci statistici, è possibile pensare alla categoria proposta da *Mediobanca-Unioncamere* come una macro-categoria che include imprese medie e medio-grandi, dove le seconde si attestano tra la soglia europea dei 50 milioni e quella di *Mediobanca-Unioncamere* di 355 milioni.

Aldilà delle puntualizzazioni statistiche, la considerazione appena svolta è propedeutica a un'integrazione delle esistenti indagini quantitative con un approccio qualitativo. Questa esigenza viene infatti rinvigorita da un'analisi più dettagliata dell'indagine di *Mediobanca-Unioncamere*<sup>124</sup>. A partire dal campione preso in esame, viene spontaneo chiedersi l'esistenza di qualche differenza in termini performance e di caratteristiche tra medie imprese con 80-100 addetti e quelle con una forza lavoro compresa tra le 250 e le 499 unità. Sono queste le due sottocategorie di imprese la cui diversa dimensione non può non condizionare le rispettive decisioni strategiche e le performance aziendali. L'indagine del 2017 mostra come solamente il 6% delle imprese medie prese in considerazione dal campione faccia parte del sottoinsieme delle imprese 'medio-grandi', quelle cioè la cui dimensione eccede i limiti imposti dalla Commissione Europea (250 addetti; 50 milioni di fatturato). Ciò nonostante, l'indagine stessa limita la differenziazione tra diversi sottogruppi di imprese a questa distinzione preliminare senza approfondire o occuparsi di divergenze di performance all'interno del campione nel suo complesso.

È proprio nel contesto dell'analisi comparata tra le diverse categorie di medie imprese che crediamo esistano grandi spazi per approfondimenti futuri. In particolare, è d'obbligo osservare che sia a livello europeo sia italiano la stragrande maggioranza delle PMI appartiene in realtà alla categoria delle micro e piccole imprese. Le medie imprese isolate e analizzate dal campione *Mediobanca-Unioncamere* sono in maggioranza realtà con meno di 250 dipendenti e che quindi in un modo o nell'altro aderiscono ai parametri di media impresa stabiliti dalla Commissione Europea.

Questa tesi è peraltro supportata da alcune statistiche elaborate dall'OCSE<sup>125</sup> (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico) riguardo al numero e alla dimensione media delle imprese

---

<sup>123</sup> Il campione statistico complessivamente analizzato dal rapporto *Mediobanca-Unioncamere* è pari a 3334 medie imprese.

<sup>124</sup> 17ma indagine *Mediobanca-Unioncamere* sulle medie imprese italiane, 2019, *Mediobanca-Unioncamere*

<sup>125</sup> OECD (2014), *Financing SMEs and Entrepreneurs 2014, an OECD Scoreboard*, OECD Publishing

nel mondo<sup>126</sup>. In linea con quanto discusso poco fa, è interessante osservare come in Italia nel 2014 venivano registrate ben 328.486 microimprese (0-9 addetti), quasi 100.000 unità in più rispetto agli Stati Uniti (228.477) addirittura circa 200.000 in più della popolazione attiva in Germania (138.436)<sup>127</sup>. Numeri brillanti ma allo stesso tempo preoccupanti. Infatti, spostando il focus dalle micro alle medie imprese (50-249 addetti), si nota come il numero di tutte le medie imprese italiane operanti nel 2014 era pari a 8.349, un terzo delle imprese attive negli Stati Uniti (22.893) e la metà di quelle in Germania (16.484). Mentre un confronto con gli Stati Uniti sembra abbastanza complesso, data la diversa natura e organizzazione delle due economie, il paragone con le medie imprese tedesche è particolarmente utile. Germania e Italia sono la prima e la seconda economia manifatturiera in Europa e spesso partecipano alle stesse catene del valore globali, soprattutto riguardo la meccanica e l'automotive. L'industria tedesca inoltre offre una varietà di interessanti benchmark su temi quali Industria 4.0 e modelli di globalizzazione, produttività e tecnologia<sup>128</sup>.

La differenza nel numero delle medie imprese tra Italia e Germania richiede pertanto un'analisi molto approfondita degli ostacoli che impediscono alle nostre imprese di “scalare”, sia in termini qualitativi che quantitativi. La produttività complessiva infatti, nel nostro Paese sembra essere collegata a questo particolare aspetto, a maggior ragione se si considera che la competitività delle medie imprese italiane ha pochissimi rivali nel mondo. Qualora ci fosse, quindi, la crescita numerica di questo nucleo di imprese va vista come una grande leva competitiva da sfruttare per utilizzare appieno le potenzialità del nostro complesso sistema produttivo e per sostenere la crescita economica italiana nel medio e lungo periodo<sup>129</sup>.

---

<sup>126</sup> <https://data.oecd.org/entrepreneur/enterprises-by-business-size.htm>

<sup>127</sup> <http://www.unioncamere.gov.it/P42A4056C189S123/presentata-la-17ma-indagine-unioncamere-mediobanca--oltre-20-anni-di-medie-imprese.htm>

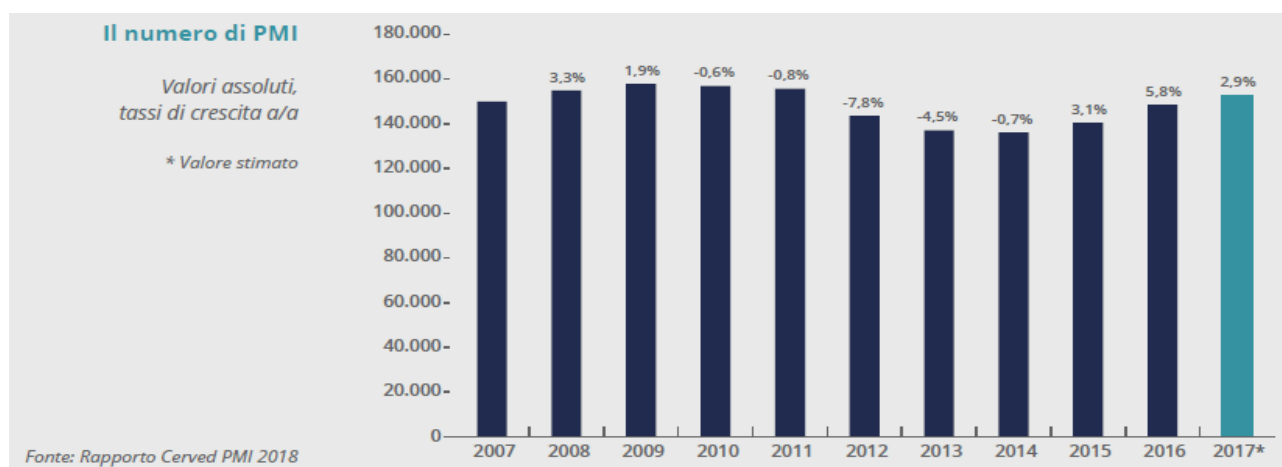
<sup>128</sup> Strategie di internazionalizzazione delle PMI e supporto pubblico in settori emergenti e avanzati, di Ilaria Brocanello, Francesca Ceccacci, 2014

<sup>129</sup> 1^a relazione annuale sullo stato della Media Impresa Italiana, 2017, Cdo

## 6.2 LE PMI TORNANO AI LIVELLI PRE-CRISI

La doppia recessione che ha colpito l'economia italiana ha avuto esiti rilevanti sul nostro tessuto produttivo, provocando una riduzione di circa 14 mila unità della totalità delle società di capitale che rientrano nel perimetro di PMI tra 2007 e 2014. I dati più recenti mostrano, invece, una inversione di tendenza che ha permesso di recuperare i valori pre-crisi. Nel 2014 l'emorragia di PMI ha rallentato, -0,7% rispetto all'anno precedente, e nel 2015 è iniziata una piccola inversione di tendenza, +4 mila PMI, pari al +3,1%, che ha acquisito ulteriore slancio nel 2016, +8 mila PMI, pari al +5,9%<sup>130</sup>. Nel 2017 c'è stata una crescita aggiuntiva di oltre 3 mila PMI che porta la totalità a quota 153 mila, oltre i livelli del 2007, nel quale erano 149 mila. Le stime del 2017 evidenziano un incremento di nuove nate, 7,5% su base annua, cresciute nettamente fino a toccare i massimi nell'ultimo decennio. Parallelamente si è ridotto il numero di morti, -7,6% tra 2017 e 2016, con un saldo attivo tra nate e morte pari a 3.440 unità. Di misura ridotta il contributo delle migrazioni, con un saldo positivo tra entrate e uscite pari a 822 unità. Per effetto di questi nuovi flussi, le PMI si attestano da 148 mila del 2016 a 152 mila del 2017, con un trend complessivo del 2,9% che, nonostante sia di minore entità rispetto all'incremento del 2016 (5,8%), può essere comunque un segnale importante di consolidamento dell'impresa<sup>11</sup>.

La stima dello stock di PMI tiene conto dell'evoluzione delle nascite, ovvero le imprese neocostituite che in base ai primi bilanci consegnati oltrepassano le soglie di PMI; delle morti, ovvero le imprese che escono dal mercato o che non hanno presentato un bilancio, così chiamate dormienti; delle migrazioni in uscita e entrata, ovvero società che alterano la propria scala dimensionale entrando o uscendo dal perimetro di PMI.



<sup>130</sup> Rapporto CERVED PMI, 2018, CERVED Group S.p.a.

## 7 IL CAPITALE ESTERO PER LA CRESCITA DELLA MEDIA IMPRESA

Parlare, oggi, di sviluppo dei mercati esteri vuol dire fare riferimento a dinamiche competitive che sono sempre più tangenti a quelle del mercato interno, tanto da spingere verso una riconsiderazione dei confini del mercato per un'impresa, superando lo storico approccio che vede una netta distinzione fra mercati esteri e quello domestico. Questo accade come conseguenza di una serie di fenomeni fra loro interconnessi che sono solo parte dei processi di globalizzazione in divenire.

Il primo di questi fenomeni tratta l'emergere di nuovi attori nella competizione internazionale<sup>131</sup>, che conduce a modificare la tradizionale distinzione fra paesi ricchi di *know how e* tecnologie e paesi in grado di competere esclusivamente sulla base della disponibilità di materie prime o del basso costo di manodopera dequalificata. Tutto ciò nasce dal crescente pluralismo e dalla pervasività del sapere tecnologico e scientifico, il che sta facilitando la diffusione di quest'ultimo livello internazionale. Ne deriva un quadro della concorrenza con nuovi competitori che non è circoscritto al presidio delle fasi povere della catena del valore<sup>132</sup>.

Il secondo fenomeno è l'accentuarsi della divisione internazionale del lavoro<sup>133</sup>, la quale si traduce molte volte in un percorso obbligato per le imprese in cui la permanenza nel mercato, anche in quello interno, dipende dal ricorso ad acquisti su scala internazionale o delocalizzazioni. Questo risulta rilevante soprattutto per i sistemi produttivi distrettuali i quali gradualmente vedono estratte dal contesto di appartenenza alcune fasi della catena del valore che diventano oggetto di delocalizzazioni o approvvigionamenti internazionali. Il fenomeno conduce ad estendere i confini geografici del distretto ed a surrogare il concetto di confine territoriale/geografico con quello di confine relazionale: un insieme di rapporti che si sostanzia a livello internazionale, ottimizzando ogni volta le scelte di localizzazione in relazione alla necessità di vicinanza fisica, da una parte, e alla esigenza di sfruttare vantaggi comparati, dall'altra.

Il terzo fenomeno di rilievo riguarda la riduzione delle barriere alla comunicazione e agli scambi<sup>134</sup>, dovuta in maniera sostanziale ai progressi tecnologici nel digitale, che hanno portato all'emergere di operatori che praticano nuovi modelli di business (es.: Amazon) secondo logiche ormai del tutto indifferenti rispetto ai confini geografici.

---

<sup>131</sup> Ferrari 2004; Di Maio e Tamagni 2008

<sup>132</sup> Per un nuovo modello di supporto alla promozione all'estero delle PMI; 2018; Fabio Musso.

<sup>133</sup> Gwosdz et al. 2017; Sayer e Morgan 2018

<sup>134</sup> Bentivogli et al. 2016; Musso 2006



La somma di tutto questo è una traslazione del piano competitivo su nuove frontiere di efficienza e velocità, le quali richiedono crescenti capacità di sostenere rapporti evoluti attraverso adeguati assetti organizzativi, competenze, dotazioni di interfaccia (soprattutto informatico-telematiche e logistiche) capaci di strutturare processi con un crescente contenuto di interscambio informativo e di attività condivise, tali da pensare alla definizione di strategie comuni da implementare lungo tutta l'intera filiera/canale<sup>135</sup>.

---

<sup>135</sup> Ghemawat e Nueno 2003

## 7.1 PROPRIETA' E CONTROLLO: LE IMPRESE FAMILIARI E L'APERTURA DEI BOARD

Il Registro delle Imprese pubblica ogni anno informazioni ufficiali relative alla struttura proprietaria e ai membri del consiglio d'amministrazione di ogni impresa italiana. Queste informazioni puntuali sono riferite a singoli individui e non comprendono né informazioni sul ruolo giocato dalle famiglie all'interno delle aziende, né particolari notizie relative ai legami tra le singole persone. Inoltre, gli assetti che rappresentano il controllo delle imprese sono spesso articolati e caratterizzati da strutture societarie che includono catene di partecipazione dirette e indirette: risalire alle persone fisiche che esercitano il controllo è un'operazione per nulla banale e non sempre possibile a partire da dati ufficiali<sup>136</sup>.

Il ruolo delle famiglie è stato analizzato per tutte le PMI e le grandi imprese costituite sotto forma di società di capitale non quotate in borsa o non oggetto di operazioni di private equity dopo il 2012<sup>137</sup>. Studiando l'elenco delle società quotate con l'insieme di società non finanziarie di capitale che, in base ai bilanci 2016 e 2017, rispondono ai requisiti di PMI o di grandi imprese, sono state considerate 550 società quotate al listino MTA di Borsa Italiana (344 PMI) e 130 al listino AIM5 (119 PMI). In aggiunta sono state individuate le operazioni di acquisizione a cura di Fondi di private equity censite nel Private Equity Monitor<sup>138</sup> a partire dal 2012 per individuare 665 società (508 PMI) in cui è stato effettuato l'investimento (o che fanno parte del gruppo). Queste 1.353 società selezionate hanno già affrontato un periodo di discontinuità, aprendosi a fonti non ordinarie di capitale quali il private equity e la borsa e non risultano considerate nelle analisi riguardo il ruolo familiare all'interno delle imprese analizzate. Sono quindi state studiate le restanti 153 mila società (148 mila PMI) come universo di riferimento all'interno del quale delineare il ruolo della famiglia. In base alle elaborazioni, nell'ambito delle PMI, esistono 47 mila imprese non familiari, ovvero in cui nessuna famiglia esercita direttamente il controllo, le quali fanno capo a 168 mila soci; 101 mila imprese familiari, cioè controllate da un nucleo familiare, le quali fanno capo a 301 mila soci. All'interno delle 101 mila PMI familiari, poco meno del 60% sono imprese in cui il cento per cento del capitale è controllato dalla famiglia. Attraverso la loro analisi si può notare che al crescere del ruolo della famiglia all'interno del capitale sociale, diminuisce il numero di soci e l'età media. Tuttavia, la presenza di

---

<sup>136</sup> Profili di analisi del family business in un approccio economico-aziendale; 2018; Donata Mussolino; Aracne.

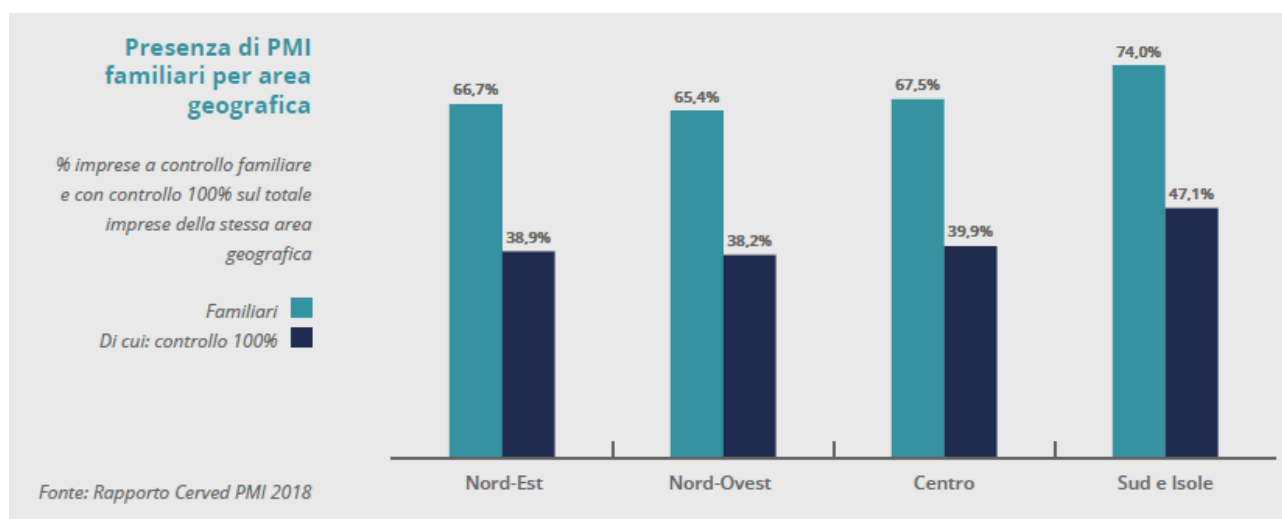
<sup>137</sup> Rapporto CERVED PMI, pag 117; 2018; Cerved Group S.p.a.

<sup>138</sup> PRIVATE EQUITY MONITOR; 2018; Rapporto Italia; <http://www.privateequitymonitor.it/>

quote rosa sembra essere più alta nelle imprese familiari (il 34% dei soci) rispetto alle non familiari (29%).

Le imprese familiari sono associate ad una bassa propensione all'innovazione, ma a una maggiore vocazione internazionale. Se si considera l'innovation score<sup>139</sup>, una proxy dello stadio di innovazione definito in base al grado di corrispondenza tra l'attività dell'impresa e quella di startup innovative iscritte alla sezione speciale del Registro delle imprese<sup>140</sup>, si riduce la presenza di imprese familiari tra le società che si distinguono per un maggior grado di innovazione. Di contro, qualora si consideri uno score di propensione ai mercati esteri, la partecipazione di gruppi familiari risulta maggiore tra le imprese a più alta propensione all'estero, anche grazie alla maggior presenza di imprese familiari nel settore industriale.

La presenza delle imprese familiari all'interno del tessuto produttivo italiano presenta caratteristiche ben definite quali società in larga parte presente tra le imprese di minore dimensione (il 70% delle piccole imprese, contro il 57% delle medie e il 35,6% delle grandi), prevalentemente stanziate nel Sud e nelle Isole (quasi tre quarti delle PMI, contro percentuali comprese tra il 65% e il 68% nel resto del Paese) e che spesso operano nell'industria e nelle costruzioni (oltre il 75% delle società). Queste caratteristiche sono confermate anche tenendo presente il sottoinsieme di imprese per cui la famiglia detiene l'intero capitale sociale<sup>141</sup>.



<sup>139</sup> Lo score è calcolato da Spazio Dati sulla base di un'analisi semantica dei siti web delle imprese. In particolare, si considerano maggiormente innovative le imprese che descrivono la propria attività in modo molto simile alle startup innovative iscritte alla sezione speciale del registro delle imprese.

<sup>140</sup> <http://startup.registroimprese.it/isin/home>

<sup>141</sup> Rapporto CERVED PMI, pag 119; 2018; Cerved Group S.p.a.

Le suddette imprese risultano anche più anziane rispetto alle società in cui nessuna famiglia esercita il controllo: un quarto delle imprese non familiari sono state costituite dopo il 2010 contro il 19% di quelle familiari; il 25,6% delle non familiari sono nate prima del 1990 contro il 31,5% delle familiari<sup>142</sup>.

Uno dei limiti alla crescita, forse il più annoso, di quelli spesso individuati per le imprese familiari è la bassa propensione a far affidamento al management esterno alla famiglia. Questo scenario punto vedrebbe le imprese familiari valorizzare in modo maggiore la vicinanza e la fedeltà dei manager alla famiglia che la performance. Difatti, la maggior forma di vicinanza e fedeltà è rappresentata dalla scelta di un membro della medesima famiglia come responsabile dell'attività operativa dell'impresa (Amministratore Delegato) o all'interno del consiglio d'amministrazione.

Il rapporto Cerved 2018 a riguardo è molto chiaro spiegando in diversi punti le differenze tra le due scelte: "Gli oltre 100 mila<sup>143</sup> amministratori delegati delle PMI familiari sono per l'86% componenti della stessa famiglia che esercita il controllo dell'azienda. Una parte rilevante dei circa 14 mila AD esterni all'impresa (quasi 6 mila) hanno quote di minoranza nell'impresa; sono poco meno di 8 mila gli amministratori delegati che non detengono quote societarie. In generale, gli AD esterni alla famiglia sono più giovani di circa 4 anni e tra di loro è maggiore la presenza di donne (23,5% contro 18,5%). La presenza di amministratori e AD esterni alla famiglia che esercitano il controllo cresce al crescere della dimensione aziendale e del numero dei componenti del board: solo il 23,4% delle piccole società hanno un membro esterno alla famiglia nel Cda, contro il 37,8% delle medie imprese e il 61,8% delle grandi società; la quota di AD esterni scende al 13,3% nel caso delle piccole imprese, al 17,2% tra le medie e al 24,4% tra le grandi."<sup>144</sup>. La rappresentanza da parte di membri esterni alla famiglia risulta minore tra le imprese che hanno sede nel Sud e, in modo relativo, nel Centro. Tra i diversi settori coinvolti, nelle costruzioni si nota la maggior chiusura verso membri esterni, tanto tra gli amministratori che tra gli AD, mentre le utility risultano il settore in cui sono più presenti manager che non fanno riferimento alla famiglia<sup>145</sup>. Come analizzato anche in precedenza i dati evidenziano anche che all'aumentare della predisposizione a innovare o all'internazionalizzazione dell'azienda, cresce il numero degli amministratori esterni.

---

<sup>142</sup> Rapporto CERVED PMI, pag 124; 2018; Cerved Group S.p.a.

<sup>143</sup> Il totale degli AD comprende anche amministratori unici e altre figure che svolgono il ruolo di massima responsabilità operativa nell'impresa. Il numero di AD è lievemente inferiore a quello di imprese perchè per un numero limitato di posizioni non è stata possibile individuare la carica di massima responsabilità.

<sup>144</sup> Rapporto CERVED PMI, pag 131; 2018; Cerved Group S.p.a.

<sup>145</sup> Small Business Act e Test PMI: Le indicazioni dell'unione europea.; 2018; Giovanni Giardino, Gabriella Rosa, Luca Fusari, Luisa Di Fabio; Editoriale Scientifica

Studiando i dati relativi alla partecipazione di membri familiari nel capitale sociale delle medie imprese oggetto di analisi da parte del Cerved e del Ministero dell'Economia, con quella all'interno dei consigli d'amministrazione, sono stati definiti cinque cluster di imprese per rendere la classificazione più chiara:

Imprese familiari con un AD esterno: sono più di 2400 imprese che hanno affidato la massima carica operativa a un manager che non fa parte della famiglia.

Imprese familiari con un AD interno alla famiglia ma con almeno un socio o un membro del Cda esterno: sono circa 6184 le imprese in cui l'AD è parte della famiglia, ma almeno un socio o un amministratore è esterno;

Imprese familiari chiuse: sono quasi 5600 le imprese in cui tutti i soci e tutti i membri del board fanno parte dello stesso nucleo familiare;

Imprese non familiari: la quota più alta, oltre 10 mila, è rappresentata dalle le società in cui nessuna famiglia ha la maggioranza dei diritti di voto;

Imprese quotate o nel portafoglio di fondi di private equity: poche le società invece, poco meno di 500, che hanno già aperto il proprio capitale a iniezioni esterne.

	IMPRESE FAMILIARI			NON FAMILIARI	QUOTATE O NEL PORTAFOGLIO DI FONDI	TOTALE IMPRESE
	AD esterno	Soci o amministratori esterni	Senza soci o amministratori esterni			
Piccole	11.469	27.066	48.040	36.446	473	123.494
Medie	2.438	6.184	5.593	10.323	498	25.036
<b>PMI</b>	<b>13.907</b>	<b>33.250</b>	<b>53.633</b>	<b>46.769</b>	<b>971</b>	<b>148.530</b>
Grandi	475	1.094	378	3.138	382	5.467
<b>PMI e grandi</b>	<b>14.382</b>	<b>34.344</b>	<b>54.011</b>	<b>49.907</b>	<b>1.353</b>	<b>153.997</b>

146

Gli stessi dati evidenziano anche che ci sono ben 35 mila PMI familiari (di cui circa 4 mila medie imprese) per cui il passaggio generazionale può risolversi in tempi lineari, visto che l'età media dei soci e dell'AD ha superato i 55 anni<sup>147</sup>. È importante notare anche che il numero di queste aziende è particolarmente elevato tra le aziende chiuse, in cui è plausibile che quello sia l'unico caso in cui ci sia la volontà e necessità di aprire il capitale a soggetti terzi.

<sup>146</sup> Rapporto CERVED PMI, pag 137; 2018; Cerved Group S.p.a.

<sup>147</sup> Rapporto CERVED PMI, pag 135; 2018; Cerved Group S.p.a.

I bilanci attestano invece che la proprietà e il governo familiare si associano a una minor crescita dimensionale dell'azienda in termini generali riguardo le PMI familiari: esse realizzano in media 800 mila euro in meno di ricavi e 1,4 milioni in meno di attivo in confronto a quelle non controllate da una famiglia. Le non familiari hanno anche un MOL maggiore, 459 mila euro contro 400 mila delle familiari, mentre le imprese familiari registrano livelli di profitto più elevati in termini di margini lordi su fatturato, il 7,2% contro 6,8% delle non familiari, di ROA, il 4,6% contro 4,1%, e di ROE, 8,9% contro 7,2%, facendo ricorso ad una leva ridotta. I più alti tassi di profitto e la piccola dimensione media sono indici di una produzione inefficientemente ridotta: le imprese familiari, infatti, non sfruttano appieno le opportunità di crescita.

Anche nell'ambito delle imprese familiari, a un maggior grado di apertura verso membri esterni, Cerved osserva che "esiste una maggiore dimensione aziendale sia in termini di fatturato (le imprese chiuse hanno un gap di 1,4 milioni rispetto a quelle con un AD esterno e di 2 milioni rispetto a quelle con almeno un socio esterno) sia in termini di attivo (2,5 milioni di euro in meno). Quando l'AD è esterno, le performance però sono decisamente meno brillanti in termini di redditività, di cashflow e di sostenibilità dei debiti. Questo risultato è compatibile con due fenomeni fra loro molto diversi. Da una parte, potrebbe essere che assumere un amministratore esterno riduce l'efficienza gestionale, ad esempio perché aumenta i problemi di agenzia legati alla separazione fra proprietà e controllo, o perché le imprese familiari fanno fatica ad attirare manager esterni capaci. Dall'altra, potrebbe essere che le famiglie si affidano a un AD esterno quando l'impresa sta andando particolarmente male. In questo caso, la peggiore performance degli amministratori esterni sarebbe un'eredità di gestioni familiari particolarmente inefficienti. Con la base dati a disposizione non è possibile distinguere fra queste due ipotesi."<sup>148</sup>

---

<sup>148</sup> Rapporto CERVED PMI 2018, pag 130, Cerved

Caratteristiche di bilancio delle PMI per grado di presenza della famiglia  
(valori medi ponderati 2014-2016)

	AD esterno	Con soci o amministratori esterni	Senza soci o amministratori esterni	TOTALE FAMILIARI	NON FAMILIARI	FONDI O QUOTATE
Fatturato (€ '000)	6.085	6.622	4.683	5.903	6.791	20.782
MOL ('000)	366	498	347	400	459	2.013
MOL/Fatturato	6,0%	7,5%	7,4%	7,2%	6,8%	9,7%
Attivo (€ '000)	6.603	6.573	4.194	5.847	7.235	40.345
PFN (€ '000)	1.218	854	430	679	957	2.872
Debiti finanziari (€ '000)	1.934	1.684	975	1.476	1.905	8.781
Leverage	112,2%	74,2%	71,6%	78,0%	85,3%	67,6%
Cashflow (€ '000)	299	397	268	350	410	1.743
Cashflow /Fatturato	4,9%	6,0%	5,7%	5,9%	6,0%	8,4%
ROA	4,1%	4,5%	4,8%	4,6%	4,1%	5,9%
ROE	8,4%	8,0%	9,6%	8,9%	8,5%	11,1%
Utile (€ '000)	-7	151	114	110	88	281
Dividendi(€ '000)	-28	133	108	98	40	-207
Dividendi su Cashflow	-9,4%	33,4%	40,4%	31,1%	9,8%	-11,9%
Crescita fatturato 16/14	3,2%	8,8%	11,0%	8,9%	7,2%	9,8%
Crescita cashflow 16/14	5,6%	23,5%	23,5%	21,0%	21,9%	25,8%
Crescita MOL 16/14	-1,6%	14,1%	15,5%	12,7%	11,5%	24,4%

149

## 7.2 LE IMPRESE PRONTE ALLA CRESCITA: FONDI DI PRIVATE EQUITY E QUOTAZIONE IN BORSA

Come già accennato nelle sezioni precedenti, in Italia come a livello europeo, esistono Medie Imprese che hanno bisogno di un momento di discontinuità rispetto al passato al fine di evolversi, raccogliere capitali, riorganizzarsi internamente, espandersi internazionalmente. Questo passaggio può essere realizzato in più modi, a seconda dei quali poi si avrà una configurazione societaria e di governo. I più riconosciuti secondo la letteratura ma soprattutto dall'evidenza statistica negli ultimi anni per quanto riguarda le Medie imprese sono l'essere investite da un fondo di Private Equity o di tentare un percorso di quotazione in borsa attraverso una fase di step più o meno lunga, ovvero in base alla vicinanza della società con la quotazione effettiva.

Il private equity è un'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio di società non quotate che ha l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini di una dismissione nel medio termine. In letteratura<sup>150</sup> si distingue tra le tipologie di investimento a seconda dello stadio del ciclo di vita dell'impresa in cui viene fatto l'investimento: early stage financing, forme di finanziamento che supportano la fase di avvio di startup (venture capital); e l'expansion financing, ovvero investimenti volti a far fronte a piani di crescita delle imprese in direzione interna (lancio di nuovi prodotti, penetrazione in nuovi mercati) o in dimensione esterna (attività di M&A); con il replacement capital o buy out si finanziano invece programmi di cambiamento all'interno dell'impresa in termini di compagine proprietaria; ed infine, le operazioni di turnaround cioè quelle in cui il fondo acquista società in difficoltà con l'obiettivo di ristrutturarle e rilanciarle sul mercato.

I dati riportati si concentrano su una sola delle tipologie d'investimento, cioè l'expansion financing, con l'intento di individuare Medie imprese su cui i fondi di private equity potrebbero investire per aiutare nel salto dimensionale l'impresa. Le società con potenzialità di crescita sono state determinate con riferimento ai criteri di giudizio più frequentemente utilizzati dai fondi di private equity, che misurano la capacità delle imprese di crescere, generare cassa e profitti<sup>151</sup>. Tuttavia, data la funzione di supporto finanziario svolto dai fondi di private equity, i quali di solito ridisegnano completamente la struttura finanziaria dopo l'acquisizione di quest'ultima, non sono state fatte considerazioni sulla sostenibilità finanziaria di queste aziende.

Nel dettaglio i parametri considerati dalla statistica Cerved riguardo le Medie imprese sono i seguenti:

---

<sup>150</sup> Private Equity e Private Debt per le PMI Italiane, Roberto Ippolito et al. – Gruppo 24 Ore, 2017.

<sup>151</sup> Rapporto CERVED PMI; 2018, pag 128, Cerved Group S.p.a.



- una storia recente di forte crescita dell'azienda, sintetizzata da un aumento medio annuo composto dei ricavi di almeno il 10% nell'ultimo quinquennio<sup>152</sup>;
- un elevato EBITDA, in questo caso approssimato dal rapporto tra margine operativo lordo e fatturato, almeno superiore al 10%;
- una forte capacità di generare cassa, per cui si è scelto di considerare un rapporto tra cashflow e fatturato superiore al 10% secondo l'ultimo bilancio disponibile.

In base al criterio della crescita dei ricavi, sono state individuate tra le società non quotate e non nel portafoglio di fondi di private equity circa 7 mila aziende con un tasso medio annuo composto di crescita di almeno il 10% tra il 2017 e il 2012. La metà circa di queste sono società in cui nessuna famiglia controlla più del 50% dei voti; la maggioranza è rappresentata da quelle familiari, costituite soprattutto da società chiuse a membri esterni alla famiglia (1618); seguita dalle società in cui c'è almeno un socio o un amministratore esterno (1463); ed infine da aziende che hanno un AD esterno (699).

PMI potenziali target per i fondi di Private Equity						
Imprese con forte crescita dei ricavi nell'ultimo quinquennio* (tasso medio annuo di crescita ricavi >10%)						
	AD esterno	Con soci o amministratori esterni	Senza soci o amministratori esterni	TOTALE FAMILIARI	NON FAMILIARI	TOTALE
Piccole	3.771	7.274	13.179	24.224	11.238	35.462
Medie	699	1.463	1.618	3.780	3.033	6.813
<b>PMI</b>	<b>4.470</b>	<b>8.737</b>	<b>14.797</b>	<b>28.004</b>	<b>14.271</b>	<b>42.275</b>
Grandi	120	237	118	475	762	1.237
<b>PMI e grandi</b>	<b>5.169</b>	<b>10.200</b>	<b>16.415</b>	<b>28.479</b>	<b>15.033</b>	<b>43.512</b>

153

Se al criterio della crescita si combina il criterio dell'EBITDA, il numero delle Medie Imprese evidenziate scende drasticamente a 707. queste, nella maggioranza dei casi, sono familiari (414) e circa un terzo sono società chiuse a membri esterni (293).

<sup>152</sup> Per le imprese per cui è già disponibile il bilancio 2017, si considera il quinquennio 2017-2012, altrimenti il quinquennio 2016-2011; per le imprese non attive nel 2011 si considera il tasso medio annuo di crescita osservato nel corso degli ultimi quattro anni o negli ultimi tre anni.

<sup>153</sup> Rapporto Cerved, 2018, Cerved Group S.p.a.

**Imprese con forte crescita dei ricavi nell'ultimo quinquennio\* ed alto EBITDA**  
(tasso medio annuo di crescita ricavi >10% e Mol/ricavi>10%)

	AD esterno	Con soci o amministratori esterni	Senza soci o amministratori esterni	TOTALE FAMILIARI	NON FAMILIARI	TOTALE
Piccole	415	853	1.526	2.794	1.171	3.965
Medie	69	167	178	414	293	707
<b>PMI</b>	<b>484</b>	<b>1.020</b>	<b>1.704</b>	<b>3.208</b>	<b>1.464</b>	<b>4.672</b>
Grandi	10	28	9	47	82	129
<b>PMI e grandi</b>	<b>494</b>	<b>1.048</b>	<b>1.713</b>	<b>3.255</b>	<b>1.546</b>	<b>4.801</b>

154

Infine, se si considera anche il criterio del cash flow, si individuano 681 Medie Imprese che riguardo ai parametri definiti da parte di fondi di private equity sarebbero meritevoli di essere finanziate.

Tra queste 681 Medie Imprese eligible, quelle che potrebbero aprire con maggiore propensione il proprio capitale a fondi di private equity sono le 279 in cui nessuna famiglia ha la maggioranza dei diritti di voto. Tra le società familiari invece, 67 hanno già fatto affidamento ad un manager esterno alla famiglia come AD e di conseguenza sarebbero più interessate a operazioni con i Fondi e 165 hanno un socio esterno oltre a membri familiari. Infine sono 170 le Medie Imprese che a rigor di logica sono le più 'conservative', la cui gestione è completamente in mano alla famiglia.

**Imprese con forte crescita dei ricavi nell'ultimo quinquennio\*, alto EBITDA ed elevata generazione di cassa**  
(tasso medio annuo di crescita ricavi >10%, cashflow/ricavi>10%, MOL/ricavi>10%)

	AD esterno	Con soci o amministratori esterni	Senza soci o amministratori esterni	TOTALE FAMILIARI	NON FAMILIARI	TOTALE
Piccole	381	800	1.423	2.604	1.101	3.705
Medie	67	165	170	402	279	681
<b>PMI</b>	<b>448</b>	<b>965</b>	<b>1.593</b>	<b>3.006</b>	<b>1.380</b>	<b>4.386</b>
Grandi	7	27	9	43	80	123
<b>PMI e grandi</b>	<b>455</b>	<b>992</b>	<b>1.602</b>	<b>3.049</b>	<b>1.460</b>	<b>4.509</b>

155

Di queste, però, per più di un terzo è ragionevole supporre un prossimo passaggio generazionale, dato che la maggioranza degli esponenti di queste aziende hanno oltrepassato i 55 anni.

Le 681 aziende selezionabili per fondi di private equity sono presenti in tutta la Penisola: nel Nord-Ovest se ne conta il numero assoluto maggiore ma è il Mezzogiorno in cui c'è la maggiore presenza relativa. D'altro canto, la maggiore presenza di aziende appetibili ai fondi è associata nel

<sup>154</sup> Rapporto Cerved, 2018, Cerved Group S.p.a.

<sup>155</sup> Rapporto CERVED PMI 2018, pag 130, Cerved

Mezzogiorno a una alta percentuale di società familiari, potenzialmente meno disponibili ad aprirsi a fondi.

Un altro metodo di accesso al mercato dei capitali è tramite la quotazione in Borsa. Questo è uno strumento molto importante per tutte le imprese che hanno bisogno di conseguire un salto dimensionale e che sono propense ad affrontare un periodo di forte discontinuità<sup>156</sup>.

In genere, la quotazione è la reazione a diverse esigenze: la volontà da parte di investitori istituzionali o di membri della famiglia di uscire dall'investimento, un piano di nuovi investimenti da finanziare incompatibile con le risorse reperibili presso il sistema bancario, il bisogno di aumentare la riconoscibilità del brand o dei prodotti commercializzati dall'impresa, la necessità di affrontare un cambio generazionale<sup>157</sup>.

Infatti, la quotazione mette l'impresa di fronte a scenari competitivi maggiormente complessi, i quali presupposti sono una visione strategica, piani industriali, la capacità di comunicare con il mercato. È quindi necessario rispettare determinati requisiti, riguardanti la strategia e il posizionamento dell'impresa, o che implicano aspetti formali come la certificazione del bilancio, gli obblighi di comunicazione finanziaria e le regole di governance.

Può essere efficiente un indice per stabilire la 'quotabilità' delle aziende, il quale determini la prossimità di un'impresa allo stato di società quotabile. Secondo uno studio condotto da Cerved per BorsaItaliana questo indice è articolato in tre sotto-indici<sup>158</sup>:

- indice finanziario: l'indice finanziario combina una serie di parametri economico-finanziari, come andamento del fatturato, del valore aggiunto, del MOL, l'utile netto, il rapporto tra posizione finanziaria netta e MOL, margine di struttura ecc., rispetto ai quali è calcolata la distanza con lo standard delle imprese quotate in borsa;
- indice di leadership: esprime il posizionamento competitivo dell'impresa, in base a indicatori quali la quota di mercato, l'indice di concentrazione del settore, la marginalità relativa, ecc.;
- indice di governance & management: definisce la qualità della governance e del management, considerando la composizione del Cda, le performance passate dei top manager, ecc.

L'indice di quotabilità non è definito per tutte le società, ma solo per le imprese che hanno oltrepassato una certa scala: è determinato per le società di capitale che hanno ottenuto un fatturato a partire da 20 milioni di euro, con rapporto tra Net Debt ed Ebitda inferiore a 6 e con Ebitda positivo. L'indice è rappresentato da una scala da 0 (azienda non pronta alla quotazione) a 100 (azienda completamente pronta alla quotazione).

---

<sup>156</sup> Per le PMI italiane acquisite più ricavi e produttività, pag. 25; 11/2017; Katy Mandurino; CRUI Gruppo Sole24Ore

<sup>157</sup> Rapporto Cerved, 2018, Cerved Group S.p.a.

<sup>158</sup> <https://know.cerved.com/imprese-mercati/le-societa-pronte-alla-quotazione/>

Tuttavia le imprese che hanno uno score vicino a quello di società quotate presentano caratteristiche differenti da quelle individuate come eligible per i fondi di private equity: circa 100 aziende, di cui 49 PMI, soddisfano simultaneamente i requisiti richiesti per l'acquisizione da un Fondo e per una eventuale quotazione in borsa<sup>159</sup>.

---

<sup>159</sup> Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari, 2018, Cerved Group S.p.a.

### 7.3 OLTRE LA CRESCITA: LA COMPETITIVITA' TERRITORIALE

Le statistiche censuarie discusse brevemente nella sezione precedente permettono di riflettere sulla necessità di puntare verso politiche industriali orientate a supportare la crescita dimensionale delle imprese italiane. La crescita strutturale di una parte delle esistenti imprese italiane permetterebbe la creazione di nuovi posti di lavoro, l'aumento degli investimenti in innovazione e in strategie di apertura internazionale e l'aumento del gettito fiscale<sup>160</sup>. Una crescita stabile e coerente deve essere altrettanto misurata tanto attraverso l'analisi di meri indici quantitativi, ad esempio il fatturato o la capitalizzazione di mercato, quanto da una serie di parametri qualitativi, come responsabilità sociale, Corporate family responsibility<sup>161</sup>, capacità di attrarre idee e capitali dall'estero, inclusione di giovani lavoratori e tutela delle diversità. In altri termini, la crescita imprenditoriale qui accennata è una crescita duratura nel corso del tempo, la quale sia osservabile anche e soprattutto attraverso l'influenza delle medie imprese del futuro sul sistema italiano, oltre agli stessi territori legati alle dinamiche competitive delle società più strutturate. Lo stretto rapporto tra le medie imprese italiane e i diversi territori in cui producono ed operano è stato ampiamente trattato dalla letteratura italiana e internazionale dei distretti industriali. Grande rilievo è sempre dato al ruolo delle piccole imprese di nicchia (distrettuali e non) nel concorrere alla realizzazione di un tessuto produttivo particolarmente florido per i modelli competitivi delle medie aziende o leader di filiera. Fino a poco tempo fa l'organizzazione industriale dei territori italiani era capace di favorire una serie di vantaggi competitivi, come innovazione di processo, flessibilità produttiva, customizzazione, che garantivano alle imprese leader di avere performance migliori rispetto agli esistenti concorrenti internazionali. Oggi tutto questo non basta più così servono nuove risorse, nuove competenze, nuove idee. Molte volte ci piace pensare che il cambiamento organizzativo parta dal basso, ma in realtà come quella italiana sono spesso le istituzioni più importanti a favorire l'adozione di nuovi standard e pratiche all'interno di determinati contesti socioeconomici<sup>162</sup>.

Le medie imprese rappresentano per un certo verso delle istituzioni di importanza primaria nei territori italiani, industriali e non, sia per le vicende che li legano ad essi, sia per la conoscenza del linguaggio tacito della produzione. Così, la crescita qualitativa e dimensionale delle medie imprese non può passare solamente come un tema di strategia aziendale e sviluppo imprenditoriale, bensì, una

---

<sup>160</sup> 1<sup>a</sup> relazione annuale sullo stato della Media Impresa Italiana, 2017, Cdo

<sup>161</sup> Corporate family responsibility (CFR) è un concetto ideato dalla Cdo per ponderare il rapporto tra lo sviluppo sociale e lo sviluppo economico all'interno di un contesto aziendale, laddove per sviluppo sociale si intendono le attività dedicate alla valorizzazione della famiglia mentre per sviluppo economico si fa riferimento alle misure orientate alla crescita aziendale. Un equilibrato rapporto tra questi due aspetti determina un CFR ottimale.

<sup>162</sup> 1<sup>a</sup> relazione annuale sullo stato della Media Impresa Italiana, 2017, Cdo

questione di politica industriale e di interesse nazionale. Difatti, se da un lato le medie imprese hanno un accesso diretto senza mediazioni ai territori produttivi, dall'altro esse sono dei potenziali ponti di collegamento con il mondo globalizzato: sono in grado di catalizzare idee e input innovativi, nuove commesse e ordinativi, nuovi gusti e trend di mercato. Li codificano e li fanno propri all'interno delle filiere produttive, sostenendo una condivisione ciclica di nuova conoscenza.

È a partire dalle decisioni delle imprese leader del prossimo futuro che dipenderanno i destini di molti di quegli ecosistemi industriali che hanno guidato la “rivoluzione industriale” italiana a partire dagli anni '70<sup>163</sup>: si tratta di scelte riguardanti investimenti in capitale umano e tecnologia, apertura internazionale diretta e socialmente sostenibile, valorizzazione del brand, integrazione di governance familiari e manageriali e adozione di modelli nuovi di comunicazione.

---

<sup>163</sup> 1^a relazione annuale sullo stato della Media Impresa Italiana, 2017, Cdo

## QUARTO CAPITOLO

# 8 UNA MEDIA IMPRESA DI SUCCESSO ITALIANA DESTINATARIA DI CAPITALI ESTERI: IL CASO BUCCELLATI

Buccellati Holding Italia è un'azienda italiana di gioielleria, orologeria, accessori di lusso con spiccata visibilità nazionale e tratti internazionali già dai primi anni dalla sua fondazione. Si tratta di una azienda che ricopre una posizione di nicchia, ovvero relativamente piccola all'interno del contesto competitivo quale quello della moda, ma relativamente grande rispetto ai concorrenti diretti focalizzati sul target di riferimento.

Nel presente lavoro si cercherà di evidenziare come la capacità competitiva di Buccellati derivi da un percorso di crescita bilanciato lungo alcune dimensioni principali<sup>164</sup>, in modo coerente ed efficace, in modo particolare:

- una crescita dimensionale perseguita con una marcata focalizzazione di business<sup>165</sup>;
- una crescita di tipo relazionale promossa mediante una ricombinazione delle competenze ereditarie e una graduale apertura del board ad attori esterni;
- una crescita di tipo qualitativo con un assetto organizzativo che compie una transazione da un'impronta fortemente imprenditoriale a un contesto manageriale, pur con una convivenza di elementi imprenditoriali e manageriali;

La focalizzazione si articola principalmente sull'unicità e la ricercatezza delle materie prime e delle fini lavorazioni che contraddistinguono da sempre la casa di gioielleria, oltre ad un set di criteri precisi adottati per la scelta dei marchi da gestire in portafoglio.

Le competenze si riferiscono alle capacità di controllo della catena logistica di produzione e di distribuzione quale sistema di relazioni (costi, qualità, tempi), il governo della flessibilità produttiva, lo sviluppo di un sistema informatico adeguato unito alla capacità di intercettare le opportunità di mercato.

L'assetto organizzativo riguarda la convivenza tra elementi di matrice imprenditoriale (che hanno caratterizzato la nascita Buccellati Holding S.p.a. e offrono ancora benefici in termini di effetto

---

<sup>164</sup> Varaldo, Resciniti, Dalli, Tunisini; Un tesoro emergente. Le medie imprese italiane dell'era globale, p. 172; 2009, Franco Angeli editore

<sup>165</sup> Porter M., Competition in Global Industries, Harvard Business School Press, Cambridge 1986;

reputazione per la forte integrazione tra il business dell'impresa con la sua storia) ed elementi di matrice manageriale (legati al nuovo assetto direzionale prima di Clessidra SGR nel 2013 e poi di Cina alla guida dal 2017 che le hanno donato un nuovo impulso alla crescita.

## 8.1 LA METODOLOGIA DI ANALISI

Il caso Buccellati offre spunti interessanti per leggere l'evoluzione delle strategie competitive di una media impresa che riesce ad armonizzare i risvolti quantitativi e qualitativi della propria crescita facendo leva sul proprio set di competenze core. Il business case proposto è analizzato tramite dati secondari ottenuti attraverso la metodologia di analisi proposta nel libro "Un tesoro emergente. Le medie imprese italiane dell'era globale" nel quale sono riportati numerosi casi aziendali e non. L'analisi degli indici finanziari, contenuti nella seconda parte del caso, è stata condotta attraverso lo studio del Bilancio d'esercizio e della Relazione sulla Gestione del gruppo Buccellati Holding S.p.A. relativo al 31/12/2018 e contenente anche dati e informazioni relative agli anni precedenti. Il bilancio suddetto è stato evinto dalla banca dati di Cerved Group S.p.A., operatore primario in Italia nell'analisi del rischio del credito e una delle principali agenzie di rating in Europa. Infine, negli ultimi due paragrafi vengono analizzati, attraverso il sussidio della letteratura ma anche di quotidiani online come il Sole24Ore, gli interventi strategici del management di Buccellati, peculiari del mercato del lusso, e i rispettivi cambiamenti di matrice intercorsi negli anni, da quella imprenditoriale a quella manageriale, per finire con quella internazionale.



## 8.2 L'EVOLUZIONE DI BUCCELLATI: LA NASCITA, LA SVOLTA ORGANIZZATIVA, LA CRESCITA

Buccellati Holding Italia è un'azienda italiana di gioielleria, orologeria, accessori di lusso fondata nel 1919 e formata dalla fusione delle aziende con i già esistenti marchi Mario Buccellati e Gianmaria Buccellati, corrispondenti ai nomi anagrafici di due orafi: padre e figlio. Nell'agosto 2017 è diventata di proprietà del gruppo cinese Gangsu Gangtai Holding. La storia dell'azienda può essere riepilogata in tre fasi principali:

Mario Buccellati, il fondatore dell'azienda, dopo l'affermazione dei suoi negozi di Milano, Roma e Firenze, iniziò lo sviluppo aziendale all'estero aprendo un nuovo negozio sulla Quinta Strada di New York nel 1956 e un altro sulla Worth Avenue di Palm Beach nel 1958; dopo la morte di Mario, la gestione fu condotta da quattro dei cinque figli, ed in particolare da Lorenzo, il secondogenito, nominato nel 1965 amministratore unico. I quattro fratelli lavorarono insieme sino al 1969, poi si divisero: mentre Luca diventò responsabile della sede di New York, nel 1971 Gianmaria lanciò il nuovo marchio Gianmaria Buccellati aprendo negozi all'estero e riuscendo ad essere anche il primo italiano ad aprire con il suo marchio un negozio a Parigi nell'olimpico dei gioielli, Place Vendôme. Anche Federico lanciò il suo marchio in seguito conosciuto anche come Del Vallino (a lui fece capo il negozio di Roma in via dei Condotti). Lorenzo fu a capo dell'azienda sino al 2011 quando, dopo 40 anni di concorrenza, due rami della famiglia Buccellati ritornarono insieme. Dalla fusione tra Mario Buccellati e Gianmaria Buccellati nacque la società Buccellati Holding Italia. La proprietà della nuova società passò a Gianmaria Buccellati con il 51% del capitale; una finanziaria, la Simest, ebbe più del 40% mentre la guida operativa rimase con il 3% a Luca, il figlio di Lorenzo<sup>166</sup>. Il fatturato dell'azienda all'epoca era di 27 milioni di euro, di cui il 79% proveniente dall'estero, e possedeva 7 negozi di proprietà con il resto in franchising: Parigi in Place Vendôme, Londra, New York, Mosca, Tokyo, Osaka, Nagoya, Hong Kong, Milano in via Monte Napoleone, Firenze, Cala di Volpe, Venezia, Capri, Isola d'Elba, Beverly Hills in Rodeo Drive, Aspen e Sydney<sup>167</sup>.

Nel 2011, dopo l'unione dei marchi familiari, l'azienda intraprese nuove esplorazioni di mercato. Nel 2013 la finanziaria Clessidra, un fondo di private equity guidato da Claudio Sposito, rilevò la

---

<sup>166</sup> <http://it.buccellati.com/it/timeline?>

<sup>167</sup> [https://it.wikipedia.org/wiki/Buccellati\\_\(azienda\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Buccellati_(azienda))

maggioranza del capitale societario (il 70%) investendo circa 80 di milioni di euro, espandendo ulteriormente gli affari tramite negozi di proprietà con insegna riportante il solo marchio Buccellati<sup>168</sup>. Nel dicembre 2016 la famiglia Buccellati e il fondo Clessidra hanno deciso di vendere per 195 milioni di euro l'85% del capitale ai cinesi di Gangsu Gangtai Holding, tra i maggiori distributori di gioielli in oro, controllato da Gangtai Group, quotato alla Borsa di Shanghai con un capitalizzazione di circa 3 miliardi di euro e ricavi per 1,2 miliardi. L'ufficializzazione del passaggio di proprietà è avvenuta il 1° agosto 2017<sup>169</sup>. Nel 2016 il fatturato della Buccellati è stato di 44 milioni di euro, la valutazione dell'azienda è stata di 230 milioni di equity value (quindi il valore dell'azienda è con Clessidra quasi triplicato in tre anni). La famiglia Buccellati e il fondo Clessidra rimangono con il 15% del capitale (7,5% a testa). Il presidente del gruppo cinese, Xu Jiangang, ha annunciato un piano ambizioso di investimenti pari a 200 milioni di euro in 5 anni per sostenere l'espansione dell'azienda in particolare in Cina, Asia, Medio Oriente ed Est Europa con l'apertura di 88 negozi in gestione diretta e 44 in franchising. Ha anche annunciato che la produzione rimarrà in Italia mantenendo lo stesso vertice aziendale con Andrea Buccellati e la figlia Lucrezia che continuano a dirigere il team creativo<sup>170</sup>.

---

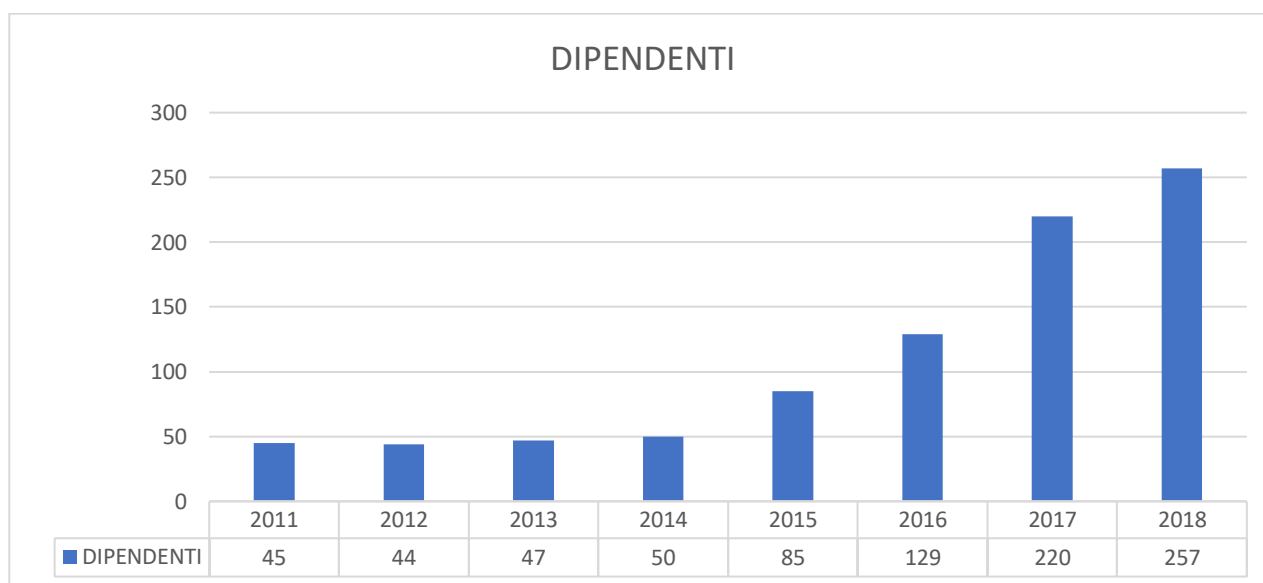
<sup>168</sup> <https://www.preziosamagazine.com/mario-buccellati-dal-1919-una-storia-di-ieri-oggi-e-domani/>

<sup>169</sup> <http://it.buccellati.com/it/timeline?>

<sup>170</sup> <https://www.barnebys.it/blog/i-cento-anni-di-buccellati>

## 8.3 I DATI DI BILANCIO: CRESCITA, PORTAFOGLIO DI BUSINESS, INDICATORI QUANTITATIVI

Per quanto riguarda la crescita dimensionale e focalizzazione nel corso degli anni, come abbiamo notato in precedenza, la Società, dopo l'acquisizione del fondo Clessidra, ha messo in atto una gestione oculata della propria forza lavoro soprattutto nel primo anno: dapprima si è impegnata in una piccola riorganizzazione aziendale, trattamenti di fine rapporto e rinnovo di vecchi contratti, mentre negli anni successivi con assunzioni e job training sul lavoro il numero di dipendenti è tornato a salire e tutt'ora è in crescita anche grazie alle aperture dei centri al dettaglio nel Continente asiatico. Per il 2018, il numero di lavoratori, in termini di full time equivalent<sup>171</sup>, per un totale di 257 addetti<sup>172</sup> è stato dovuto all'assunzione, solo nell'ultimo anno, di 7 nuovi artigiani nell'Atelier di Milano e nuovo personale in alcuni servizi per far fronte alla aumentata complessità con l'aggiunta del business "Greater China". Il costo del lavoro è passato da 6.952.000 di euro del 2017 ad euro 8.371.000 nel 2018, rappresentando quello che è solo il continuum del trend riguardo i salari aziendali.



173

Inoltre, al fine di evidenziare la crescita dimensionale messa in atto dal gruppo Gangtai, a fine esercizio 2018, nonostante le criticità finanziarie a portare capitali fuori dai confini cinesi, i punti

<sup>171</sup> Equivalente a tempo pieno, in inglese full-time equivalent o FTE, è un metodo che viene usato frequentemente sia per misurare in maniera univoca il numero dei dipendenti di un'azienda sia per il loro dimensionamento in fase di pianificazione del personale.

<sup>172</sup> Relazione sulla gestione, pag 13, Buccellati Holding Italia S.p.a., 2018, Cerved Group S.p.a.

<sup>173</sup> Bilancio d'esercizio, Buccellati Holding Italia S.p.a., 2018, Cerved Group S.p.a.

vendita dove vengono venduti i prodotti del Gruppo hanno raggiunto il numero di 282, ben 29 in più rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, di cui 50 esclusivamente a marchio "Buccellati" e 232 Multimarca.

Per quanto riguarda scelta dei marchi da gestire in portafoglio ed il mix tra cultura e tradizione, la holding svolge la funzione di coordinamento e di gestione dei marchi e di tutte le attività di carattere commerciale e promozionale che coinvolgono le imprese del Gruppo. Nel corso degli ultimi anni la Società è stata il punto di riferimento nella pianificazione di tutti gli eventi ed esposizioni effettuati dalle società detenute in portafoglio e controllate.

Nel corso dell'esercizio 2018 il perimetro del Gruppo è variato a seguito della fusione e incorporazione avvenuta in 1 Agosto 2018 della Clementi Fabbrica Argenteria s.r.l. da parte di Buccellati Holding S.p.A., pertanto essa al 31/12/2018 controllava direttamente o indirettamente le seguenti società:

- 100% Buccellati Watches S.A., che produce e commercializza orologi e gioielli a marchio "Buccellati";
- 100% Buccellati France S.a.r.l., Società che gestisce il negozio situato a Parigi, svolgendo attività di vendita al dettaglio di articoli di gioielleria, oreficeria, argenteria e orologeria prodotti dal Gruppo;
- 100% Buccellati London Ltd, Società che gestisce il negozio situato a Londra e i due counters situati presso Harrods;
- 100% Buccellati Inc. è la società americana che raggruppa le seguenti aree d'affari: vendita al dettaglio nei negozi di New York, Los Angeles, Aspen, Chicago e Miami; vendita a distributori di articoli di gioielleria e oreficeria e argenteria prodotti dal Gruppo; vendita a distributori degli orologi prodotti dal Gruppo.
- 100% Mario Buccellati Italia S.r.l., che gestisce il negozio sito in Milano, in Via Montenapoleone. Dal mese di Gennaio 2019 la Buccellati Holding S.p.a. ha conferito alla Mario Buccellati S.r.l. i tre negozi di Venezia, Capri e Cala di Volpe.
- 100% Buccellati Asia Pacific Ltd, società sub holding, costituita ad Hong Kong alla fine del 2017 in cui possiede un punto vendita. Oltre questo, attualmente è la controllante diretta delle altre due società costituite nel Far East Asiatico nel 2017, la Buccellati Macau Ltd e Buccellati Shanghai Co. Ltd,
- 100% Buccellati Macau Ltd, società costituita alla fine dell'esercizio 2017 al fine di gestire il negozio di Macao, aperto da Febbraio 2018.
- 100% Buccellati Shanghai Co. Ltd, che gestisce i quattro retail cinesi aperti nel corso del 2017

Analizzando singolarmente i volumi dei ricavi delle società facenti parte del Gruppo nel corso dell'esercizio 2018 si possono notare le seguenti variazioni nel fatturato, in migliaia di euro:

<i>Società del Gruppo</i>		<i>Vendite</i>	<i>Incr. perc. rispetto prec. esercizio in euro</i>	<i>Incr. perc. rispetto prec. eserc. in valuta locale</i>
Buccellati Holding Italia S.p.A.	€	37.018	+ 5,1%	n.a.
Buccellati Watches S.A.	€	4.051	+ 9,5%	+ 13,8% in CHF
Buccellati France S.a.r.l.	€	6.867	+ 9,0%	n.a.
Buccellati London Ltd.	€	3.460	+ 7,5%	+ 8,6% in GBP
Buccellati Inc.	€	11.909	- 18,4%	- 14,6% in USD
Mario Buccellati Italia S.r.l.	€	2.185	- 31,1%	n.a.
Buccellati Asia Pacific Ltd	€	2.400	+ 489,8%	+ 514,9%
Buccellati Macau Ltd	€	417	n.a.	n.a.
Buccellati Shanghai Co. Ltd	€	2.477	- 75,9%	- 75,3%
Totale Gruppo Consolidato		45.928	-12,4% Incl VIP Sales +8,8% Excl VIP Sales	
NB; i ricavi di Buccellati Holding spa comprendono i ricavi di Clementi a seguito della fusione.				

174

Come si evince dalla tabella, tutte le società hanno mostrato una crescita ad eccezione di: Buccellati Inc per i motivi sopra esposti (effetto dollaro sui cambi e su acquisti di turisti stranieri); Mario Buccellati Italia Srl per la mancanza di alcune delle vendite straordinarie a clienti Cinesi; e Buccellati Shanghai Ltd a causa delle vendite straordinarie VIP a clienti Cinesi che ammontano ad oltre 10 milioni.

Le operazioni in questione fanno riferimento alle usuali transazioni di compravendita di natura commerciale ed alle royalties e sono regolate alle normali condizioni di mercato. Infatti l'impresa, negli scorsi esercizi, come supporto alla valorizzazione delle operazioni, è stata applicato il TNMM (Transactional Net Margin Method), criterio ritenuto idoneo alla prassi elaborata dall'OCSE, avallata dall'Agenzia delle Entrate, per l'integrale valutazione del valore normale delle operazioni infragrupo ai sensi e per effetti dell'art. 110, comma 7, del D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917.

Si evidenzia di seguito la grafica che riporta l'ammontare dei crediti e dei debiti, nonché dei costi e ricavi al 31.12.2018, derivanti dai rapporti di natura commerciale e contrattuale, intervenuti nell'esercizio con le società controllate (valori espressi in migliaia):

<sup>174</sup> Relazione sulla gestione, pag 21, Buccellati Holding Italia S.p.a., 2018, Cerved Group S.p.a.

<i>Rapporti con società controllate</i>	<i>Crediti</i>	<i>Debiti</i>	<i>Vendita di beni e servizi</i>	<i>Acquisti di beni e servizi</i>
<i>Buccellati Watches S.A.</i>	543	643	284	2.486
<i>Buccellati France S.a.r.l.</i>	4.233	1.053	3.805	251
<i>Buccellati London Ltd.</i>	3.644	343	2.430	24
<i>Buccellati Inc.</i>	11	-	8.098	3.853
<i>Mario Buccellati Italia</i>	3.300	996	1.561	245
<i>Buccellati Asia Pacif Ltd</i>	2.534	-	2.436	-
<i>Buccellati Macau Ltd</i>	1.233	-	1.191	-
<i>Buccellati (Shanghai)</i>	525	-	1.876	-
<b><i>Totale</i></b>	<b>16.023</b>	<b>3.035</b>	<b>21.681</b>	<b>6.859</b>

175

Per quanto concerne le royalties la percentuale applicata sulle vendite è pari rispettivamente all'1,5% per le società produttive e all'1% per le società commerciali, ad esclusione delle società neocostituite del Far East; tali diritti sono calcolati unicamente sulle vendite effettuate dalle controllate fuori al perimetro del Gruppo.

Oltre alle controllate della Buccellati Holding Italia è interessante anche analizzare quanto concerne i rapporti con le società del Gruppo Gangtai. Infatti, la Società al 31.12.2018<sup>176</sup> vantava i seguenti finanziamenti (comprensivi dei relativi interessi maturati):

Gangtai Italia S.r.l	Euro/migliaia	5.686
Gangtai Group Co. Ltd	Euro/migliaia	2.249
Yuelong Industry Co. Ltd	Euro/migliaia	1.017
Yuelong Industry Co. Ltd	Euro/migliaia	5.054

In questa analisi però c'è bisogno di rammentare che il finanziamento ricevuto da Gangtai Italia S.r.l. era stato originariamente di 36.5 milioni di euro e che la sua diminuzione, rispetto alla sua dimensione iniziale, è dovuta alle sempre crescenti difficoltà di portare fuori dalla Repubblica Popolare Cinese capitali da investire, ma soprattutto dovuta ad una inaspettata crisi di liquidità avuta dal Gangtai Group Co. Ltd a causa di investimenti andati non a buon fine nel continente asiatico.

Per quanto riguarda il passaggio di organizzazione da imprenditoriale a manageriale si può notare come, dal momento in cui Clessidra S.G.R. interviene nel 2011 nella gestione di Buccellati, la maggior parte degli indicatori di bilancio quali EBITDA, capital turnover e ricavi iniziano a salire fino a far sì che l'equity value della società, che al momento della prima acquisizione era di poco più

<sup>175</sup>Relazione sulla gestione, pag 21, Buccellati Holding Italia S.p.a., 2018, Cerved Group S.p.a.

<sup>176</sup> Bilancio d'esercizio, Buccellati Holding Italia S.p.a., 2018, Cerved Group S.p.a.

di 80 milioni di euro, sia arrivato fino ai 230<sup>177</sup> milioni di valutazione per il 100% della società nell'ultima acquisizione portata a termine da Gangtai Group nel 2017.

Nonostante le criticità finanziarie registrate dal Gruppo Gangtai e il clima di incertezza a livello mondiale che perdura da almeno due semestri, il Gruppo Buccellati ha chiuso l'anno 2018 con ricavi pari ad euro 45,9 milioni di euro (-12,4% rispetto al 2017, ma 8,5% se si escludono le vendite "straordinarie – non recurring" a clienti VIP registrate in occasione dell'evento di apertura del mercato cinese per milioni 10,6 di euro a fine 2017 e per euro 512.000 a inizio 2018), con una notevole contribuzione al fatturato generata dalla apertura dei nuovi mercati "Greater China" come Hong Kong, Macau e Mainland China, che rappresentano a nemmeno 12 mesi dalla loro apertura, già il 10% dei ricavi totali.

<u>Ricavi Totali</u>	<u>31 Dic 2018</u>		<u>31 Dic 2017</u>		<u>Difference</u>	
	<u>Euro '000</u>	<u>% on Total</u>	<u>Euro ' 000</u>	<u>% on Total</u>	<u>Euro ' 000</u>	<u>%</u>
<u>Totale</u>	<u>45,928</u>	<u>100%</u>	<u>52,421</u>	<u>100%</u>	<u>-6,493</u>	<u>-12.4%</u>
<u>Vendite Ordinarie</u>	<u>45,417</u>	<u>99%</u>	<u>41,855</u>	<u>80%</u>	<u>3,562</u>	<u>8.5%</u>
Resto del Mondo	40,632	88%	41,195	79%	-563	-1.4%
Greater China	4,785	10%	660	1%	4,125	625.0%
<u>Vendite Straordinarie</u>	<u>512</u>	<u>1%</u>	<u>10,566</u>	<u>20%</u>	<u>-10,054</u>	<u>-95.2%</u>
VIP Resto del Mondo	0	0%	435	1%	-435	-100.0%
VIP China - Non Recurring	512	1%	10,131	19%	-9,619	-94.9%

178

Il risultato del 2018 oltretutto conferma anche la crescita nel lungo periodo. Se infatti si guarda all'andamento del fatturato degli ultimi cinque anni delle sole vendite "ordinarie" (ossia escluso le vendite VIP "straordinarie"), si nota una crescita costante di circa il 9,5% CAGR, superiore all'andamento medio del mercato di riferimento.

<u>Ricavi - Euro Mln</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>CAGR</u>
<u>Vendite Ordinarie</u>	<u>29.3</u>	<u>33.2</u>	<u>40.9</u>	<u>43.8</u>	<u>41.9</u>	<u>45.4</u>	
		13.3%	23.2%	7.1%	-4.4%	8.5%	<b>9.5%</b>
Vendite Straordinarie					10.6	0.5	

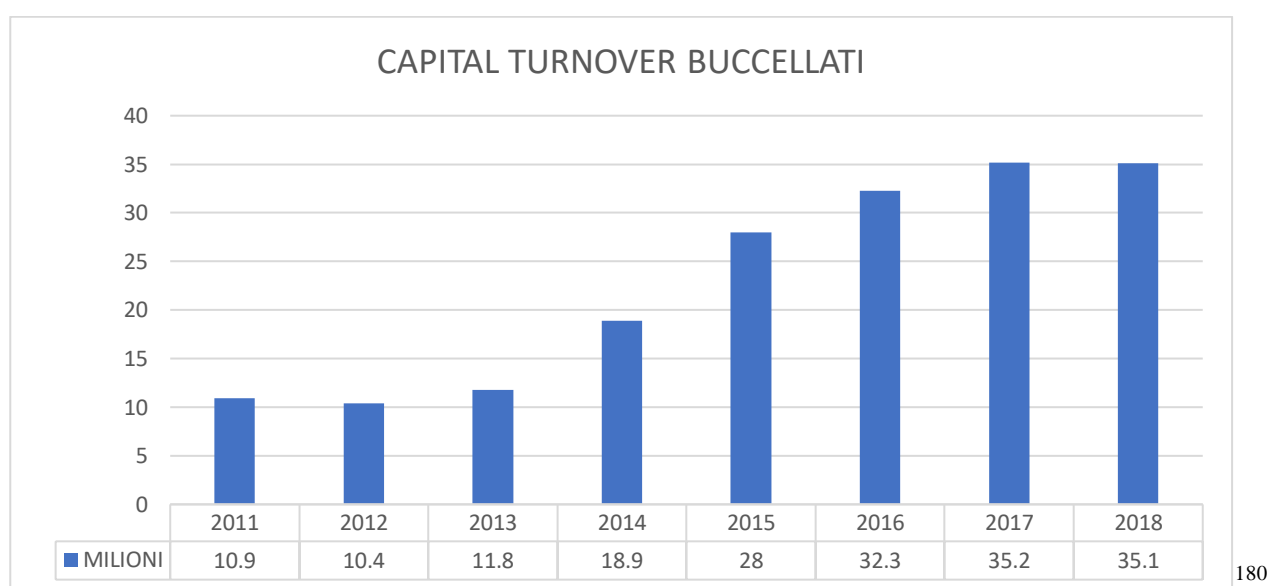
179

<sup>177</sup> <https://www.statista.com/search/?q=BUCCELLATI&qKat=search>

<sup>178</sup> Relazione sulla gestione, pag 23, Buccellati Holding Italia S.p.a., 2018, Cerved Group S.p.a.

<sup>179</sup> Bilancio d'esercizio, Buccellati Holding Italia S.p.a., 2018, Cerved Group S.p.a.

Per quanto riguarda invece gli altri indici possiamo osservare l'incremento graduale del Capital Turnover, Il tasso di rotazione del capitale investito (abbreviato ROT), che rappresenta un importante indicatore di efficienza, in quanto esprime la capacità del capitale investito di "trasformarsi" in ricavi di vendita nel tempo. La variazione nel tempo (stessa impresa nel periodo T0 rispetto al successivo periodo T1) o nello "spazio" (impresa in relazione ai concorrenti) dell'indice dà un'indicazione dell'efficacia dei fattori produttivi (capitale investito) in relazione ad un determinato volume di ricavi.



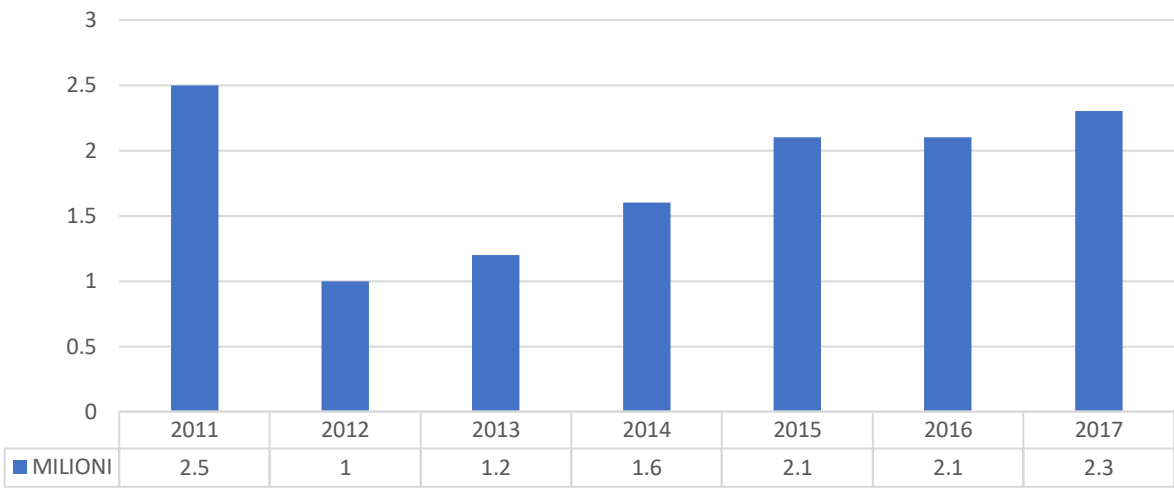
Un altro indice molto interessante nell'analisi del bilancio è quello del Margine Operativo Lordo, o anche detto EBITDA. Questo è un indicatore di redditività che evidenzia il reddito di un'azienda basato solo sulla sua gestione operativa, quindi senza considerare gli interessi (gestione finanziaria), le imposte (gestione fiscale), il deprezzamento di beni e gli ammortamenti.

L'EBITDA è un dato più importante dell'utile per gli analisti finanziari perché permette di vedere chiaramente se l'azienda è in grado di generare ricchezza tramite la gestione operativa, escludendo quindi le manovre fatte dagli amministratori dell'azienda (ammortamenti e accantonamenti, ma anche la gestione finanziaria), le quali non sempre forniscono una visione corretta dell'andamento aziendale. Infatti, esso viene inteso come l'autofinanziamento "potenziale", in quanto identifica il flusso che potenzialmente l'impresa originerebbe dalla gestione corrente se tutti i ricavi fossero stati riscossi e tutti i costi correnti fossero stati pagati nell'anno.

<sup>180</sup> Bilancio d'esercizio, Buccellati Holding Italia S.p.a., 2018, Cerved Group S.p.a.



### EBITDA BUCCELLATI



181

## 8.4 LA CRESCITA ATTRAVERSO UN NUOVO ASSETTO: DA IMPRENDITORIALE A MANAGERIALE

Si è osservato come la crescita dimensionale (più tipicamente il passaggio da piccola a media impresa) spesso comporti difficoltà di gestione e irrigidimento organizzativo, rischi di diversificazione non controllata, insufficienti risorse finanziarie, difficoltà di gestione nella successione e problemi di continuità strategica<sup>182</sup>.

Buccellati è stata caratterizzata da una crescita con un passaggio (nel 2013) da una forte impostazione imprenditoriale a una conduzione di tipo manageriale, rivelando tuttavia un certo grado di convivenza tra elementi di matrice imprenditoriale ed elementi di matrice manageriale.

La matrice imprenditoriale ha caratterizzato la nascita di Buccellati, e offre ancora dei benefici in termini di effetto reputazione per la forte integrazione tra il business dell'impresa con la sua storia. Il passaggio a un assetto di tipo manageriale è avvenuto facendo leva su manager e investitori (fondo Clessidra) che le hanno dato un nuovo impulso per una riorganizzazione e una crescita.

Nel passaggio a un assetto di tipo manageriale di Buccellati (2013) si possono registrare i seguenti caratteri<sup>183</sup>:

- una struttura organizzativa più recettiva;
- un maggiore grado di autonomia e responsabilità a tutti i responsabili di funzione;
- la creazione di meccanismi di coordinamento e interdipendenza con una cultura volta al processo o alla commessa.

Particolare attenzione è stata dedicata sul piano dei sistemi informativi (relativi a determinati prodotti, processi ecc.) tra soggetti operanti in diverse funzioni. Il sistema informatico svolge una funzione cruciale, soprattutto per il fatto che a differenza del passato l'attuale rapporto con il mercato richiede capacità di reagire velocemente agli stimoli, con un sempre più frequente aggiornamento delle collezioni.

Come si può notare, con l'apertura al capitale esterno ma soprattutto sotto la gestione del fondo Clessidra, l'impresa è riuscita a gestire in modo adeguato il processo di crescita dimensionale (espandendo il proprio business), relazionale (sviluppando relazioni con soggetti diversi e affinando

---

<sup>182</sup> Corbetta, 2000

<sup>183</sup> Un tesoro emergente. Le medie imprese italiane dell'era globale, p. 172; Varaldo, Resciniti, Dalli, Tunisini; 2009, Franco Angeli editore

le competenze relative) e qualitativa (promuovendo una transizione da imprenditoriale a manageriale con un nuovo assetto organizzativo).

## 8.5 DALL'ASSETTO MANAGERIALE A QUELLO INTERNAZIONALE: SCENARIO ATTUALE

Gangtai Group è un gruppo che opera nei settori consumer, finanza e salute, quotato alla Borsa di Shanghai ha una capitalizzazione di circa 3 miliardi di euro e ricavi per oltre 1,2 miliardi. La controllata Gangsu Gangtai Holding è tra i maggiori distributori di gioielli in oro e uno dei principali retailer on line di gioielli nella Repubblica Popolare Cinese.

Secondo il management dell'azienda cinese tra i principali punti di forza di Buccellati, che la rendono preferita nel mercato rispetto ai concorrenti, figurano l'importanza del brand, l'organizzazione aziendale, e la qualità. Il primo aspetto (importanza del brand) si riconduce alla capacità di mantenere un'immagine di leader con un brand operante sul mercato finale, con un'impostazione coerente con le radici dell'impresa facendo leva sulla propria credibilità. Il secondo aspetto, chiaramente collegato al precedente, è relativo all'organizzazione dell'impresa che è stata strutturata per affrontare sfide internazionali, risultando più grande ma anche più dotata in termini di risorse rispetto ai propri competitor, soprattutto nazionali. Il terzo aspetto, la qualità, è inevitabilmente legato a doppio filo con i precedenti, come risultante di una serie di processi che riescono a ottenere una sintesi tra efficienza, efficacia e innovazione continua<sup>184</sup>.

Per quanto riguarda i prodotti l'innovazione è il frutto di una combinazione tra gli stimoli provenienti dai partner commerciali e le risorse e le competenze disponibili all'interno dell'azienda (per esempio il reparto gioielleria di lusso, considerato un punto di forza), pertanto la risultante di un processo di collaborazione. In quest'ambito l'innovazione consiste frequentemente in interventi di sostituzione di materiali (materie prime e/o accessori) e cambiamenti nel design delle collezioni. Per quanto riguarda i processi l'innovazione riguarda soprattutto l'area logistica, nella quale la rapidità e il grado di personalizzazione risultano fattori competitivi rilevanti.<sup>185</sup>

«Con l'acquisizione di Buccellati - ha spiegato il fondatore e presidente di Gangtai Group - vogliamo entrare sul mercato internazionale. L'acquisizione rappresenta per noi un lavoro pionieristico di cui non abbiamo esperienza: come si dice in Cina, attraversando il fiume toccheremo le pietre»<sup>186</sup>. E ancora «Buccellati è uno dei marchi top nel settore del lusso a livello mondiale i cui prodotti sono

---

<sup>184</sup> Relazione sulla gestione, Buccellati Holding Italia S.p.a., 2018, Cerved Group S.p.a.

<sup>185</sup> Un tesoro emergente. Le medie imprese italiane dell'era globale, p. 193; Varaldo, Resciniti, Dalli, Tunisini; 2009, Franco Angeli editore

<sup>186</sup> <https://www.ilsole24ore.com/art/buccellati-85percento-passa-cinesi-gangtai-societa-valutata-230-milioni--AERWKK7B>

acquistati anche da famiglie di regnanti - ha aggiunto - con noi avrà l'opportunità di entrare sul mercato cinese e asiatico».

Proprio in sede di acquisto è stato rivelato che nei prossimi anni verranno aperti 88 punti vendita monomarca di cui 50 nel Far East. Di questi, 27 saranno nell'area della Greater China e 21 nel Sud-Est asiatico. Oltre alle aperture dirette, il Gruppo Gangtai e Buccellati hanno in programma 44 opening di negozi in franchising, concentrate nei paesi dell'Europa dell'Est e in Medioriente, dove la presenza di un partner commerciale rimane fondamentale per la buona riuscita del progetto retail. I negozi passeranno dunque dagli attuali 40 a oltre 150 in cinque anni con oltre duecento milioni di euro di investimenti.

Difatti l'idea di Gangtai è quella di mantenere le fasi di creazione e produzione dei prodotti Buccellati in Italia, andando anche a formare e assumere nuovi artigiani per far fronte all'incremento di business atteso. «Speriamo di creare una cultura del gioiello di alta qualità in Cina, un mercato in pieno sviluppo in questo momento storico. Per farlo siamo felici di lavorare con un'azienda italiana, in piena sinergia con la politica del “One belt, one road” che punta sugli scambi e le alleanze tra Cina ed estero»<sup>187</sup>, ha detto Xu. Il nuovo capitolo della storia di Buccellati, che si prepara a celebrare i suoi primi 100 anni in grande stile con l'appoggio di Gangtai, vedrà rimanere in prima linea sia la famiglia Buccellati – che mantiene una quota di minoranza del 7,5%, pari a quella detenuta dal fondo Clessidra, con Andrea Buccellati e la figlia Lucrezia a dirigere il team creativo, sia l'attuale management dell'azienda, con Gianluca Brozzetti nel ruolo di ceo del Gruppo Buccellati.

«Manteniamo una partecipazione per espressa richiesta del gruppo Gangtai per nostra competenza nella gioielleria, sia sul fronte dello stile sia dell'artigianalità e perché crediamo nel futuro dell'azienda», ha detto Andrea Buccellati, presidente onorario e direttore creativo.

Il Gruppo Buccellati ha chiuso il 2016 con ricavi per 44 milioni di euro, registrando un +65% rispetto al 2013<sup>188</sup>, anno in cui Clessidra rilevò il 67% della società. Il core business sono gioielli, che assorbono l'80% dei ricavi, il 15% è generato dai prodotti di argenteria e il 5% dagli orologi. «Puntiamo sui gioielli iconici, che pesano sul giro d'affari per il 50% circa, ma anche su pezzi unici di fascia alta. E lanceremo gli orologi da uomo», ha concluso il ceo Brozzetti.

---

<sup>187</sup> <https://www.ilsole24ore.com/art/dai-cinesi-gangtai-piano-200-milioni-i-gioielli-buccellati-AEmnCA7B>

<sup>188</sup> Bilancio d'esercizio, Buccellati Holding Italia S.p.a., 2018, Cerved Group S.p.a.

## CONCLUSIONI

Le teorie sul commercio internazionale hanno sempre sostenuto l'esistenza di una relazione diretta tra livelli di internazionalizzazione e dimensione d'impresa. L'attuazione e il mantenimento di un processo di espansione internazionale comportano infatti ingenti costi fissi che Buccellati non disponeva prima del 2013, come del resto la restante parte delle imprese italiane più attente a non finir male che ad espandersi. Ora invece la situazione è diversa, maggiormente aperta e spinta da una rinnovata solidità interna ma non accompagnata da una crescita del paese e del commercio globale. Se prima il problema erano alti costi fissi, ora non sono da sottovalutare gli oneri che derivano dalla gestione delle relazioni con i partner internazionali e con tutti gli attori che operano sui mercati esteri. Sebbene impliciti in ogni processo di espansione al di fuori dei propri confini, i costi fissi d'internazionalizzazione diventano ancora più onerosi quando l'azienda sceglie di realizzare investimenti diretti, poiché essa è esposta ad un maggiore rischio di irreversibilità nell'impiego delle risorse. E questo impegno spesso richiede la collaborazione di vari attori, dalle imprese al sistema legislativo, dalla Comunità Europea al sistema pubblico italiano. Le medie imprese costituiscono da anni una parte pregiata dell'industria italiana poiché hanno saputo combinare in maniera virtuosa strategie competitive di successo e compartecipazione ai risultati economici da parte dei propri stakeholder. La tesi sviluppata nel corso dell'elaborato infatti è che le loro performance, nonostante siano positive, incorporino un potenziale inespresso e che questo sia collegato ai loro assetti di governance e di management derivanti dall'eccessiva chiusura della loro matrice familiare. Così i valori di eccellenza della media impresa italiana sembrano fotografare un equilibrio tra riconosciute capacità abilitanti e altrettanto evidenti limiti strutturali, prima su tutta la dimensione media. Buccellati rappresenta proprio questa sfida, raccolta dall'azienda prima con l'aiuto di un fondo italiano ed in seguito aprendosi ad un fondo cinese. Attraverso gli indici desunti dal bilancio d'esercizio, i quali sono progressivamente migliorati negli anni, si può infatti affermare che la società rispetta a pieno le ipotesi di crescita elencate nella premessa del caso. Nel corso del tempo si può notare una crescita dimensionale perseguita con una marcata focalizzazione di business, una crescita di tipo relazionale promossa mediante una ricombinazione delle competenze ereditarie e una graduale apertura del board ad attori esterni; ed infine una crescita di tipo qualitativo con un assetto organizzativo che compie una transazione da un'impronta fortemente imprenditoriale a un contesto manageriale, pur con una convivenza di elementi imprenditoriali e manageriali.

Tuttavia, a causa dell'instabilità politica mondiale, della guerra dei dazi scoppiata ormai da un anno tra USA e Cina, e delle politiche restrittive cinesi riguardo la fuoriuscita di capitali dalla Cina, il

Gruppo Gangtai ha ridimensionato l'investimento annunciato in sede di acquisizione. Sono affiorate, nel corso degli ultimi due anni, dapprima difficoltà finanziarie legate direttamente al gruppo cinese ovvero alla sua capacità di far fede alle obbligazioni emesse, e in secondo luogo alcune delle più conosciute cause di fallimento delle acquisizioni. Queste sono principalmente rappresentate dalle dinamiche relative alla fase post-acquisizione, nella quale è stato sottovalutato il rischio della mancata sinergia organizzativa, o quantomeno il rischio di uno scostamento temporale del periodo previsto per la necessaria integrazione, e la distanza culturale esistente tra la target italiana e l'acquirente cinese. Proprio quest'ultima stabilirà il definitivo successo o il fallimento dell'operazione effettuata meno di due anni fa poiché l'integrazione con una proprietà europea sarebbe stata molto diversa, probabilmente più rapida e snella, al contrario di quella avuta con l'acquirente cinese. Infatti, è vero che una proprietà lontana dalla cultura aziendale apporti conoscenze superiori o fino a quel momento sconosciute, scuotendo ambienti ristretti e aprendoli al cambiamento, bensì è anche vero che un cambio di proprietà non suscita sempre opinioni positive a causa del cambio di paradigma a volte eccessivo, che rischia di essere insopportabile e persino distruttivo per l'impresa. Davanti a queste esigenze, per sostenere una sana crescita e un rapido sviluppo nel mercato globale, Buccellati ha necessità di elevate risorse finanziarie al fine di adeguarsi e in modo da poter reggere facilmente il confronto con i top player globali.

Tuttavia, nonostante non ci sia una risposta omogenea al quesito se ci siano più vantaggi o svantaggi riguardo le acquisizioni delle imprese italiane da parte di soggetti esteri, possiamo concludere che i dati analizzati sembrano dimostrare che l'apertura al mercato e a capitali esteri aiuti le aziende a crescere in un momento in cui la dimensione è divenuta estremamente importante, ma soprattutto che valori aziendali come competenza specifica nel proprio settore, qualità dei prodotti offerti e solidità finanziaria sono fattori discriminanti riguardo la serietà di un investitore o di un progetto di investimento, che sia esso europeo o meno.

## BIBLIOGRAFIA

1. Accenture S.p.A.; AccentureDigital, Come avere successo attraverso i Big Data, 2016
2. Acocella et al. (2002), Le statistiche sugli Investimenti Diretti Esteri e sull'attività delle Imprese Multinazionali, Commissione per la Garanzia dell'Informazione Statistica, Presidenza del Consiglio dei Ministri <http://goo.gl/nr1SE>
3. Anand, J. e Kogut, B., 1997, Technological Capabilities of Countries, Firm Rivarly, and Foreign Direct Investment, «Journal of International Business Studies», terzo quadrimestre 1997.
4. Barba Navaretti G., Castellani D., Does investing abroad affect performance at home? Comparing Italian multinational and national enterprises., Centro Studi Luca D'Agliano, Development studies, Working Paper, 180, 2003;
5. Barba Navaretti G., Venables A.J., Le multinazionali nell'economia mondiale, il Mulino, Bologna 2006;
6. Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R (2018), Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al Made in Italy o perdita delle radici?, edito da FrancoAngeli
7. Baronchelli G., 2008. La delocalizzazione nei mercati internazionali: Dagli ide all'offshoring. Milano: LED Edizioni Universitarie.
8. Bentivoglia C., Cherubini L., Iuzzolino G., 2015. L'attrattività dei territori: i fattori di contesto. Journal of economic policy, vol. XXXI (1).
9. Birkinshaw J., Hood N. (1998). Multinational subsidiary evolution: capability and charter change in foreign-owned subsidiary companies, in "Academy of Management Review" vol.23 p. 773-795
10. Borin A., Cristadoro R., 2014. Questioni di Economia e Finanza, n. 243. Gli investimenti diretti esteri e le multinazionali [online]. Banca d'Italia.
11. Borin A., Cristadoro R., Mattevi E., 2014. Questioni di Economia e Finanza, n. 230. Investimenti diretti esteri e qualità delle istituzioni [online]. Banca d'Italia. Disponibile su: <<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2014-0230/QEF-230.pdf>
12. Brouthers, L.E., Brouthers, K.D. e Warner, S., Is Dunning's Eclectic Framework Descriptive or Normative? «Journal of International Business Studies», 30, 1990.
13. Calabrese G., Coccia M., Secondo R., Analisi del processo innovativo nelle PMI italiane, Ceris-CNR Working paper 11/2002;
14. Campisi J. M., Sottilotta C. E., 2016. Unfriendly or Unwanted? Reflections on FDI Attraction Policies in Italy. Rivista Italiana di Politiche Pubbliche, n. 2/2016, pp. 223-250
15. Caroli M., Gestione delle Imprese Internazionali, McGraw-Hill, Milano 2011;
16. Caroli M., Globalizzazione e localizzazione dell'impresa internazionalizzata, Franco Angeli, Milano. 2000;
17. Caroli M., Lipparini A., Piccole imprese oltre confine. Competenze e processi di internazionalizzazione., Carrocci Editore, Roma 2002;
18. Caroli M., Nuove tendenze nelle strategie di internazionalizzazione delle imprese minori. Le modalità di entrata emergenti tra alleanze e commercio elettronico., Franco Angeli, Milano 2000;



19. Casi L., Resmini L., 2017. Investimenti diretti esteri, identità regionali e crescita. Scienze Regionali, vol. 16, 2/2017, pp. 171-200
20. Caves R. (1971), International Corporations: the Industrial Economics of Foreign Investment, in "Economica" vol. 30, p. 1 – 27.
21. Caves, R.E., Multinational Enterprise and Economic Analysis, Cambridge, UK, University Press, 1996.
22. Cdo; 1<sup>a</sup> relazione annuale sullo stato della Media Impresa Italiana, 2017.
23. Cerved Group S.p.a; Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari; 2018.
24. Cerved Group S.p.a.; Rapporto CERVED PMI; 2018, pag 128.
25. Cerved Group S.p.a.; Bilancio d'esercizio Buccellati Holding Italia S.p.a., 2018.
26. Cerved Group S.p.a.; Relazione sulla gestione Buccellati Holding Italia S.p.a., 2018.
27. Charles W.L Hill (2016), International Business. Economia e strategia internazionale: l'impresa nei mercati globali, Sesta edizione, edito da Hoepli Milano
28. CONSOB; Quaderni giuridici: La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie.; 2019; S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola.
29. CONSOB; Relazione CONSOB per l'anno 2018; 2019; Commissione Nazionale Per le Società e la Borsa
30. Corò G., Micelli S., I nuovi distretti produttivi: innovazione, internazionalizzazione e competitività dei territori., Marsilio, Venezia 2006.
31. Costa, I., Robles, S. e de Queiros. R., Foreign Direct Investment and Technological Capabilities, «Research Policy», 31, 2002, pp. 1431-43.
32. De Arcangelis G. (2005), Economia Internazionale, McGraw-Hill, Milano cap. 8
33. Demattè C., Perretti F., Marafioti E., a cura di., 2008. Strategie di internazionalizzazione. II Edizione. Milano: Egea. Pp. 1-138
34. Direzione Generale per le PMI e gli enti cooperativi, Small Business Act. Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese in Italia. Rapporto 2016; <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/RapportoSBA2016-1.pdf>.
35. Dunning J., Lundan S. (2008), Multinational Enterprises and the Global Economy, Edward Elgar, Cheltenham, Northampton, Dunning J.H., Multinational Enterprises and the Global Economy, Addison Wesley, London 1994;
36. Dunning, J.H., Re-Evaluating the Benefits of Foreign Direct Investment, «Transnational Corporations», 3, n. 1, febbraio 1994, pp. 23-51.
37. European Commission, Internationalisation of European SMEs, Survey, 2016, European Union
38. European Commission, Annual Report on European SMEs, November 2017
39. Feenstra R., Taylor A. (2009), Economia Internazionale. Teoria e politica degli scambi internazionali, Hoepli, Milano cap. 1 <http://goo.gl/jivIT>
40. Barbaresco G., Matarazzo M., Resciniti R (2018), Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al Made in Italy o perdita delle radici?, edito da FrancoAngeli
41. Gereffi, Lee - "Why the world suddenly cares about global supply chains", 2012.

42. Giardino, G. Rosa, L. Fusari, L. Di Fabio; Small Business Act e Test PMI: Le indicazioni dell'unione europea.; 2018; Editoriale Scientifica
43. Graham E. (1998), Market Structure and the Multinational Enterprise: A Game Theoretic Approach, in "Journal of International Business Studies" vol. 29 no.1, p. 67-83.
44. Grandinetti, Micelli, Rullani - "L'internazionalizzazione incompiuta: elementi per una politica dei servizi e delle reti", 1993.
45. Haddad M. e Harrison A., "Are there positive spillover from direct investment? Evidence from panel data for Marocco.", Journal of Development Economics, n. 42, 1993;
46. Harzing A., Acquisition versus Greenfield investments: both side of the Picture, AIB Conference, Vienna 1998;
47. Haveman e Nonnemaker, "Competition in Multiple Geographical Markets," Administration Service Quarterly, 45, 2000.
48. Hedlund G. (1986), The hypermodern MNC: A heterarchy?, in "Human Resource Management", p.9-35.
49. PWC; Consumer Market – Italy; 2018;
50. Helpman E. (2006), Trade, FDI and the Organization of Firms, in "Journal of Economic Literature" vol. 44, p. 589-630 <http://goo.gl/Rs4dW>
51. Hennart, J.F., Upstream Vertical Integration in the Aluminium and Tin Industries, «Journal of Economic Behaviour and Organization», 9.
52. Hill, C.W.L. e Kim, W.C., Searching for a Dynamic Theme of the Multinational Enterprise: A Transaction Cost Model, «Strategic Management Journal», edizione speciale, 9, 1988, pp. 93-104.
53. Hoenen A., Hansen M. (2009), Oligopolistic competition and foreign direct investment. (Re-) Integrating the strategic management perspective in the theory of multinational corporations, in "CBDS Working Paper Series" p. 1-26 <http://goo.gl/6zXiK>
54. Hymer (1960), The international operations of national firms: A study of direct foreign investment, MIT Press, Cambridge
55. Hymer, S.H., The International Operations of National Firm: A Study of Direct Foreign Investment, Cambridge, MA, MIT Press, 1976.
56. ICE, L'Italia nell'economia internazionale. Rapporto 2016-2017;
57. ICE; L'impatto delle acquisizioni dall'estero sulla performance delle imprese italiane; 2017; Italian Trade Agency – Agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane.
58. ICE, L'Italia nell'economia internazionale. Rapporto 2015-2016;
59. ICE - Italian Trade Agency; L'italia multinazionale: la partecipazioni italiane all'estero ed estere in Italia; 2017; di Sergio Mariotti e Marco Mutinelli; Prometeia
60. ICE e ISTAT - Italian Trade Agency; Commercio estero e attività internazionali delle imprese Profili e performance delle imprese esportatrici: nuove evidenze a supporto delle policy.; 2018; Giorgio Alleva, presidente ISTAT;
61. ISTAT - "L'Italia nell'economia internazionale", 2013.
62. ISTAT, "Commercio con l'estero e internazionalizzazione" in Annuario statistico italiano 2011, Roma 2011;
63. ISTAT, Noi Italia. 100 statistiche per capire il paese in cui viviamo, 2011.

64. ISTAT; Report risultati economici delle imprese 2016; 2018;
65. Katy Mandurino; CRUI Gruppo Sole24Ore; Per le PMI italiane acquisite piu ricavi e produttività, pag. 25; 11/2017.
66. Kogut B. (1989), Research Notes and Communications Note on Global Strategies, in “Strategic Management Journal” p. 383-389
67. KPMG Group S.p.a; Mercato M&A in Italia nel 2018: il rapporto KPMG Corporate Finance; 01/2019;
68. KPMG Group S.p.a.; Mercato M&A in Italia: rapporto KPMG Corporate Finance. Brusca frenata delle attività di M&A in Italia.; 04/2019.
69. KPMG Group S.p.a; M&A in Italia nei primi 9 mesi 2018: il rapporto KPMG. Record di operazioni nei primi 9 mesi dell’anno.; 09/2018.
70. Krugman P. R., Obstfeld M., Melitz M. J., 2015. Economia internazionale 1. Teoria e politica del commercio internazionale. X Edizione. Milano, Torino: Pearson. Pp. 243-261
71. Li, X. 6 Liu, X., Foreign Direct Investment and Economic Growth, «World Development». 33, marzo 2005, pp. 393-413.
72. Lipparini, “Imprese, reti, distretti. Competenze e relazioni per l’internazionalizzazione”, 2002
73. Lorenzoni, “Architetture reticolari e processi di internazionalizzazione, Il Mulino, 1
74. Mariotti S., a cura di., 2005. Internazionalizzazione, innovazione e crescita dell'industria italiana. I Edizione. Milano: Franco Angeli.
75. Mariotti S., Mutinelli M., 2010. Italia multinazionale 2010, le partecipazioni italiane all’estero e estere in Italia [online]. Catanzaro: Rubbettino Editore.
76. Mariotti S., Mutinelli M., Piscitiello L., 2017. Le scelte localizzative delle imprese multinazionali in Italia: agglomerazione interna vs. agglomerazione esterna. Scienze Regionali, vol. 16, 2/2017, pp. 201-228
77. Matteo Caroli (2016), Gestione delle imprese internazionali, McGraw-Hill Education
78. Mediobanca-Unioncamere, 17ma indagine Mediobanca-Unioncamere sulle medie imprese italiane, 2018.
79. Meyer K., Estrin S., Entry mode choice in emerging markets: Greenfield, Acquisition and Brownfield, Discussion Paper Series, London Business School 1999;
80. Ministero Dello Sviluppo Economico, 2014. Piano Destinazione Italia [online]. Roma.
81. Ministero dello Sviluppo Economico; Small Business Act: Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese adottate in Italia nel secondo semestre 2015 e nel primo semestre 2016; Rapporto 2016; Direzione Generale per la Politica Industriale, la Competitività e le Piccole e Medie Imprese.
82. Ministero dello Sviluppo Economico; Small Business Act – Support initiatives for micro, small and medium enterprises in Italy, 2015.
83. Morgan, Paton, “Internet-enabled international growth: The impact of digitisation strategy on the international growth”, 2007.
84. Musso F.; Per un nuovo modello di supporto alla promozione all’estero delle PMI; 2018.

85. Mussolino Donata; Profili di analisi del family business in un approccio economico–aziendale; 2018; Aracne.
86. Narula, Zanfei, “Globalization of innovation: the role of multinational enterprises”, 2005.
87. OECD (2016), Benchmark Definition of Foreign Direct Investment
88. Pedroni G., Lo sviluppo delle piccole e medie imprese, Franco Angeli, Milano 1993;
89. Pellicelli, “Imprese multinazionali: la risposta europea. Modelli, strategie e strutture per una rivincita competitiva”, 1989.
90. Pepe C., Zucchella A., L’internazionalizzazione delle imprese italiane, il Mulino, Bologna 2010;
91. Porter M. (1990), The Competitive Advantage of Nations, Macmillan, London Porter (1995), The Competitive Advantage of the Inner City, in “Harvard Business Review”, p. 55-71.
92. Porter M., Competition in Global Industries, Harvard Business School Press, Cambridge 1986;
93. Porter M., The Competitive Advantage of Nations, Free Press, New York 1990;
94. PWC; Consumer Market – Italy; 2018;
95. Reich, R.B., The Work of Nations: Preparing Ourselves for the 21<sup>st</sup> Century, New York, Alfred A. Knopf, 1991.
96. Renda A., Luchetta G., L’Europa delle piccole e medie imprese. Come rilanciare la sfida della competitività., Dipartimento Politiche Europee, 2011.
97. Rispoli M., Le forme di internazionalizzazione delle imprese, il Cardo, Venezia 1994;
98. Roberto Ippolito et al.; Gruppo 24 Ore; Private Equity e Private Debt per le PMI Italiane, 2017.
99. Rullani E., “Impresa come sistema intelligente: alla ricerca di nuovi modelli di governance e di valore”, Sinergie, 2009, n. 80.
100. Rullani E., Dove va il Nordest. Vita, morte e miracoli di un modello., Marsilio, Venezia 2006;
101. Rullani E., Grandinetti R., Impresa transnazionale ed economia globale, La nuova Italia scientifica, Roma 1996;
102. Saggi, K., Trade, Foreign Direct Investment and International technology Transfer, «World Bank Research Observer», 17, 2002, pp. 191-235.
103. Seth, A., Song, K.P. e Pettit R.R., Value Creation and Destruction in Cross Border Acquisition, «Strategic Management Journal», 23, 2002, pp. 921-40.
104. Tallman S. (1992), A Strategic Management Perspective on Host Country Structure of Multinational Enterprises, in “Journal of Management”, vol. 18 no. 3 p. 455-471.
105. The European House - Ambrosetti S.p.A., 2017. Global Attractiveness Index 2017: Il vero termometro dell’attrattività di un Paese, II Edizione
106. UNCTAD 2015, Global FDI Recovery Derails, in “UNCTAD Global Investment Monitor” no.1
107. UNCTAD World Investment Report 2005, New York e Ginevra, United Nations 2006
108. UNCTAD World Investment Report 2016, New York e Ginevra, United Nations 2017
109. UNCTAD World Investment Report 2017, New York e Ginevra, United Nations 2018
110. UNCTAD World Investment Report 2018, New York e Ginevra, United Nations 2019
111. Valdani E., Bertoli G., Mercati Internazionali e Marketing, Egea, 2003.

112. Varaldo, Resciniti, Dalli, Tunisini; Un tesoro emergente. Le medie imprese italiane dell'era globale, p. 193; 2009, Franco Angeli editore
113. Williamson, O.E., the economic Institution of capitalism; New York, Free Press, 1989
114. World Bank, 2018. Doing Business 2018: Economy Profile. Italy, 2018

## SITOGRAFIA

1. <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2017-09-01/lavoro-e-produttivita-zavorre-l-attrattivita-italiana-212748.shtml?uuid=AEYmv8LC>
2. <https://www.ilsole24ore.com/art/buccellati-85percento-passa-cinesi-gangtai-societa-valutata-230-milioni--AErWKK7B>
3. <https://www.ilsole24ore.com/art/dai-cinesi-gangtai-piano-200-milioni-i-gioielli-buccellati-AEmnCA7B>
4. [https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2019\\_en.pdf](https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2019_en.pdf)
5. <https://www.statista.com/search/?q=BUCCELLATI&qKat=search>
6. [www.investinitaly.com/en/why-invest-in-italy](http://www.investinitaly.com/en/why-invest-in-italy)
7. <https://www.barnebys.it/blog/i-cento-anni-di-buccellati>
8. <https://www.preziosamagazine.com/mario-buccellati-dal-1919-una-storia-di-ieri-oggi-e-domani/>
9. [https://it.wikipedia.org/wiki/Buccellati\\_\(azienda\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Buccellati_(azienda))
10. <http://it.buccellati.com/it/timeline?>
11. <https://know.cerved.com/impresе-mercati/le-societa-pronte-alla-quotazione/>
12. <http://www.unioncamere.gov.it/P42A4056C189S123/presentata-la-17ma-indagine-unioncamere-mediobanca--oltre-20-anni-di-medie-impresе.htm>
13. <https://data.oecd.org/entrepreneur/enterprises-by-business-size.htm>
14. [https://tcdata360.worldbank.org/indicators/inv.all.pct?country=BRA&indicator=345&viz=line\\_chart&years=1980,2023](https://tcdata360.worldbank.org/indicators/inv.all.pct?country=BRA&indicator=345&viz=line_chart&years=1980,2023)
15. [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2014-0243/QEF\\_243.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2014-0243/QEF_243.pdf)
16. <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0394:FIN:EN:PDF>
17. <http://goo.gl/r4Is8>
18. <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/commercio-internazionale/2029984-destinazione-italia-63441770>
19. <http://goo.gl/Kxp4m>
20. [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu)
21. [www.esteri.it](http://www.esteri.it)
22. [www.fdiintelligence.com](http://www.fdiintelligence.com)
23. [www.fdireports.com](http://www.fdireports.com)
24. [www.ice.gov.it](http://www.ice.gov.it)
25. [www.istat.it](http://www.istat.it)
26. [www.mincomes.it](http://www.mincomes.it)
27. [www.pwc.com/it](http://www.pwc.com/it)
28. [www.sviluppoeconomico.gov.it](http://www.sviluppoeconomico.gov.it)
29. [www.statista.com](http://www.statista.com)

30. [www.UNCTAD.org](http://www.UNCTAD.org)

31. [www.WorldBank.org](http://www.WorldBank.org)

# RIASSUNTO ELABORATO



Dipartimento  
di Impresa e Management

Cattedra di Economia e Gestione delle Imprese Internazionali

*Investimenti esteri e acquisizioni in Italia:  
iniezioni di capitale nella Media impresa italiana e  
il caso Buccellati Holding S.p.A.*

Prof. Riccardo Resciniti

---

RELATORE

Prof. Alberto Festa

---

CORRELATORE

Michele Tosiani

Matr. 702821

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2018/2019

# INDICE

## PRIMO CAPITOLO

<b>1 LE FINALITA' E LE MODALITA' DI REALIZZAZIONE DEGLI INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI .....</b>	<b>7</b>
<b>1.1 I CRITERI DI SCELTA DELL'INVESTIMENTO .....</b>	<b>10ccc</b>
<b>1.2 LA MATRICE MODALITA'/MERCATI .....</b>	<b>12</b>
<b>2 LE OPPORTUNITA' GEOGRAFICHE DI INVESTIMENTO .....</b>	<b>15</b>
<b>2.1 LA SCELTA LOCALIZZATIVA .....</b>	<b>15</b>
<b>2.2 I PAESI IN VIA DI SVILUPPO vs ECONOMIE FORTI .....</b>	<b>17</b>
<b>2.3 GLI INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI ORIZZONTALI.....</b>	<b>19</b>
<b>2.4 GLI INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI VERTICALI .....</b>	<b>23</b>
<b>3 I TREND DI INVESTIMENTO NELL'ECONOMIA GLOBALE.....</b>	<b>26</b>

## SECONDO CAPITOLO

<b>4 LE CARATTERISTICHE DEGLI IDE IN ITALIA .....</b>	<b>31</b>
<b>4.1 I TREND M&amp;A NEL MERCATO ITALIANO .....</b>	<b>35</b>
<b>4.2 GLI ACQUIRENTI STRATEGICI E FINANZIARI: MULTIPLI DI MERCATO .....</b>	<b>41</b>
<b>4.4 I BIG DATA E CREAZIONE DI VALORE POST-ACQUISIZIONE.....</b>	<b>43</b>
<b>5 LE M&amp;A A LIVELLO GEOGRAFICO .....</b>	<b>45</b>
<b>5.1 I SETTORI E SEGMENTI ATTRATTIVI.....</b>	<b>46</b>

## TERZO CAPITOLO

<b>6</b>	<b>I TRATTI DISTINTIVI DELLA MEDIA IMPRESA ITALIANA .....</b>	<b>52</b>
6.2	LE PMI TORNANO AI LIVELLI PRE-CRISI.....	55
<b>7</b>	<b>IL CAPITALE ESTERO PER LA CRESCITA DELLA MEDIA IMPRESA.....</b>	<b>56</b>
7.1	PROPRIETA' E CONTROLLO: LE IMPRESE FAMILIARI E L'APERTURA DEI BOARD .....	58
7.2	LE IMPRESE PRONTE ALLA CRESCITA: FONDI DI PRIVATE EQUITY E QUOTAZIONE IN BORSA .....	64
7.3	OLTRE LA CRESCITA: LA COMPETITIVITA' TERRITORIALE .....	69

## **QUARTO CAPITOLO**

<b>8</b>	<b>LA MEDIA IMPRESA DI SUCCESSO ITALIANA DESTINATARIA DI CAPITALI ESTERI: IL CASO BUCCELLATI.....</b>	<b>71</b>
8.1	L'EVOLUZIONE DI BUCCELLATI: LA NASCITA, LA SVOLTA ORGANIZZATIVA, LA CRESCITA.....	73
8.2	I DATI DI BILANCIO: CRESCITA, PORTAFOGLIO DI BUSINESS, INDICATORI QUANTITATIVI 75	
8.3	LA CRESCITA ATTRAVERSO UN NUOVO ASSETTO: DA IMPRENDITORIALE A MANAGERIALE.....	82
8.4	DALL'ASSETTO MANAGERIALE A QUELLO INTERNAZIONALE: SCENARIO ATTUALE .....	84

	<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>86</b>
--	-------------------------	-----------

	<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>88</b>
--	--------------------------	-----------

	<b>SITOGRAFIA .....</b>	<b>94</b>
--	-------------------------	-----------

## PREMESSA

Il presente elaborato nasce con l'obiettivo di dimostrare come gli investimenti e le iniezioni di capitale provenienti dall'estero possono giovare all'economia italiana e alle imprese che la compongono, in maniera ancora maggiore per quelle specializzate nei loro segmenti. Queste, dopo aver subito in una prima fase il contraccolpo del nuovo contesto competitivo internazionale che le ha penalizzate data la loro dimensione media ridotta, in questo momento possiedono la forza e la volontà per aprirsi ai mercati internazionali e mettere a frutto il loro potenziale. La progressiva riduzione della soglia dimensionale minima per accedere ai mercati internazionali sta generando un fenomeno di "democratizzazione dell'internazionalizzazione". Infatti, questa permette alle PMI non solo di avvicinarsi a tutte le modalità di internazionalizzazione, comprese le più impegnative, ma anche di proiettrarsi nei mercati mondiali.

## PRIMO CAPITOLO

Gli IDE, investimenti diretti esteri, sono determinati dalla volontà dell'impresa di realizzare attività complesse e riguardanti determinate fasi della catena del valore o la gestione internazionale di business complessi, o ancora lo sviluppo di particolari competenze distintive in Paesi diversi da quello di origine. Più in particolare, le motivazioni alla base di un investimento diretto estero vi possono essere uno o più tra i seguenti obiettivi gestionali:

- presidio più diretto del mercato geografico estero, attraverso una migliore relazione con la domanda, riduzione dei costi logistici, superamento dei limiti all'importazione;
- riduzione dei costi di produzione, attraverso l'utilizzo di input localmente disponibili a condizioni economiche più convenienti di quelle esistenti nel Paese di origine;
- miglior accesso a risorse distintive, attraverso una vicinanza ancora maggiore con fonti di tali risorse particolarmente rilevanti. Questo obiettivo risulta significativo soprattutto nel caso delle conoscenze tecnologiche e delle materie prime;
- acquisizione di risorse (materiali o immateriali) non disponibili in misura adeguata nell'area geografica di origine e rilevanti per competere;
- razionalizzazione della configurazione produttiva internazionale per aumentare l'efficienza complessiva e ottimizzare la dislocazione geografica della capacità produttiva.

Nelle situazioni in cui l'IDE è realizzato principalmente con la volontà di raggiungere una presenza 'forte' in un determinato mercato geografico, normalmente è preferita la modalità dell'acquisizione.

La scelta localizzativa di un investimento è una procedura fondamentale per il perseguimento degli obiettivi stabiliti in fase di programmazione di questo specifico tipo di attività finanziaria. La procedura per la scelta localizzativa è composta da quattro fasi<sup>189</sup>:

- scelta della macro-area,
- definizione della short list dei paesi migliori nella macro-area geografica scelta,
- short list dei territori migliori nei paesi selezionati,
- valutazione dei territori selezionati.

Un IDE di tipo verticale può assumere due diverse forme. L'investimento realizzato per produrre in un paese estero una componente necessaria al processo produttivo attivato nel paese d'origine (la componente viene importata nel paese d'origine dell'impresa che ha realizzato l'investimento) è detto investimento diretto estero verticale a monte. Un IDE di tipo orizzontale è un investimento diretto a un'industria estera, la quale ha un core business simile a quella dell'impresa che investe su di essa. A parità di altre condizioni, l'IDE è rischioso e più costoso rispetto all'esportazione o alla licenza. Infatti, è costoso semplicemente perché un'impresa deve sostenere i costi collegati all'apertura di una nuova attività o all'acquisizione di alcune già esistenti in un paese estero.

## SECONDO CAPITOLO

L'ISTAT contava in Italia circa 18 mila imprese partecipate dall'estero nel 2016<sup>190</sup>. Queste impiegavano circa 1.3 milioni di occupati nel paese. Spesso si tratta di imprese contraddistinte da dimensioni ampiamente superiori al dato medio nazionale e che presentano performance migliori in termini di produttività e redditività. In altre parole, le imprese multinazionali sono uno strumento fondamentale per tenere l'Italia agganciata a catene del valore sempre più internazionali, dato che le imprese estere in Italia sono responsabili anche del 44% delle importazioni<sup>191</sup>. Anche per questa ragione le imprese estere si concentrano nelle aree più competitive e meglio integrate con i canali internazionali. Imprese più grandi, tendenzialmente europee, concentrate nelle aree più ricche e in settori a maggiori intensità tecnologica o di ricerca: sono questi i tratti caratteristici delle imprese target degli IDE che emergono da una fotografia istantanea degli IDE in Italia. Nel 2018 il mercato italiano delle M&A ha fatto rilevare un controvalore complessivo pari a circa 94 miliardi di euro pari al doppio rispetto ai 46 miliardi del 2017 con 882 operazioni, registrando un +8% rispetto alle 817 del 2017.

---

<sup>189</sup> Matteo Caroli; 2016; Gestione delle imprese internazionali, pag.173, McGraw-Hill Education.

<sup>190</sup> Report risultati economici delle imprese 2016; 2018; ISTAT

<sup>191</sup> L'impatto delle acquisizioni dall'estero sulla performance delle imprese italiane; 2017; Italian Trade Agency ICE – Agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane.

Appare molto dinamico il mercato M&A Italia su Italia. Infatti, nel 2018 sono state condotte ben 209 operazioni finalizzate tra controparti nazionali, con un controvalore totale di circa 3 miliardi di Euro, le quali nel 2017 erano state 160 per 12 miliardi di controvalore. Inoltre, sono state 166 le operazioni finalizzate all'estero da società italiane, dato in linea con le 159 del 2017, per un controvalore totale di circa 57 miliardi di euro.

## La direzione

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

192

In rallentamento rispetto ai risultati del 2017 sono stati gli investimenti in Italia da parte di operatori esteri: 18,4 miliardi di euro su un totale di 276 operazioni, le quali erano stati i livelli del 2017 con 23 miliardi di euro in 266 operazioni.

Secondo i calcoli di Fineurop, infatti, in media i multipli a fine 2018 si erano portati a 10 volte l'EBITDA per target italiani acquisiti da soggetti strategici o da private equity, con minimi a 9,1 volte nel caso di acquisizione di quote di minoranza da parte dei fondi.

Numeri, questi, chiaramente al di sopra di quelli che circolavano nel 2017 (multiplo medio di 8,7 volte), già più alti, peraltro, di quelli che circolavano dieci anni prima nel momento di picco pre-crisi. Nel 2007, infatti, la media di valutazione era di 8,2 volte l'ebitda nel caso di acquirenti strategici e fondi, con minimi a 7,9 volte nel caso di minoranze. I multipli più elevati sono stati pagati nei segmenti Cosmetica e Moda (con una media omogenea rispettivamente circa del 16x e 13x). Di contro, moltiplicatori inferiori sono stati registrati in Bevande<sup>193</sup>. Gli acquirenti strategici sono disposti a pagare multipli più elevati rispetto agli investitori finanziari (media di c.17x contro c.12x), facendo leva sulla visione di lungo termine dell'investimento e sul valore attribuibile alle sinergie operative e strategiche.

## TERZO CAPITOLO

Nonostante l'indiscutibile contributo occupazionale ed economico prodotto dalle micro e piccole imprese europee, più di 90 milioni di persone occupate secondo il report, risulta evidente come la

<sup>192</sup> Mercato M&A in Italia nel 2018: il rapporto KPMG Corporate Finance; 01/2019; KPMG Group S.p.a.

<sup>193</sup> PWC, deals by investor type (2017 vs 2018)

stragrande maggioranza delle PMI in Europa non si avvicini nemmeno alla dimensione di piccola impresa<sup>194</sup>. Queste infatti sono stimate essere solamente il 6% dell'intera popolazione, mentre la rimanente parte include medie e grandi imprese. Di queste ultime, l'1% , ovvero circa 250.000 unità, è composto da medie imprese, analizzate secondo i parametri europei come imprese con fatturato annuo compreso tra i 10 e i 50 milioni di euro e con personale impiegato compreso tra le 50 e 250 persone. Nonostante il peso modesto nella popolazione totale delle imprese europee, le medie aziende nel 2015 contribuivano al 17% della forza lavoro impiegata e al 18% del valore aggiunto complessivamente generato nei 28 Stati<sup>195</sup>.

In Italia, un'indagine censuaria sulle medie imprese manifatturiere è stata condotta dall'Ufficio Studi di Mediobanca e dal Centro Studi di Unioncamere per mezzo di una serie di pubblicazioni annuali dal 2002 al 2017. In termini strettamente statistici, è interessante notare come i parametri per il campionamento delle imprese differiscano da quelli utilizzati dall'Unione Europea. Infatti, secondo Mediobanca-Unioncamere, un'impresa può essere considerata media quando il fatturato annuo è compreso tra i 16 e i 355 milioni di euro e i dipendenti sono compresi tra le 50 e le 499 unità<sup>196</sup>. Secondo i parametri utilizzati dalle indagini in questione, la categoria della media impresa manifatturiera in Italia include imprese considerate di grande dimensione in Europa ed esclude necessariamente molte PMI che non arrivano alla quota minima dei 16 milioni (secondo la Commissione Europea la soglia minima è di 10 milioni). Per conciliare i due differenti approcci statistici, è possibile pensare alla categoria proposta da *Mediobanca-Unioncamere* come una macro categoria che include imprese medie e medio-grandi, dove le seconde si attestano tra la soglia europea dei 50 milioni e quella di *Mediobanca-Unioncamere* di 355 milioni.

Sembrano due le annose problematiche legate alla capacità o meno delle imprese italiane di crescere: la chiusura dei Board di controllo delle aziende familiari e il ricorso al mercato di capitali come aiuto sia economico che in termini di know how apportato dal finanziatore tramite fondi di Private Equity o quotazione in borsa.

La presenza delle imprese familiari all'interno del tessuto produttivo italiano presenta caratteristiche ben definite quali società in larga parte presente tra le imprese di minore dimensione (il 70% delle piccole imprese, contro il 57% delle medie e il 35,6% delle grandi), prevalentemente stanziate nel Sud e nelle Isole (quasi tre quarti delle PMI, contro percentuali comprese tra il 65% e il 68% nel resto del Paese) e che spesso operano nell'industria e nelle costruzioni (oltre il 75% delle società). Queste caratteristiche sono confermate anche tenendo presente il sottoinsieme di imprese per cui la famiglia

---

<sup>194</sup> 1^a relazione annuale sullo stato della Media Impresa Italiana, 2017, Cdo

<sup>195</sup> Small Business Act – Support initiatives for micro, small and medium enterprises in Italy, 2015, Ministero dello Sviluppo Economico

<sup>196</sup> Il campione statistico complessivamente analizzato dal rapporto *Mediobanca-Unioncamere* è pari a 3334 medie imprese.

detiene l'intero capitale sociale<sup>197</sup>. Le suddette imprese risultano anche più anziane rispetto alle società in cui nessuna famiglia esercita il controllo: un quarto delle imprese non familiari sono state costituite dopo il 2010 contro il 19% di quelle familiari; il 25,6% delle non familiari sono nate prima del 1990 contro il 31,5% delle familiari<sup>198</sup>.

Il private equity è un'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio di società non quotate che ha l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini di una dismissione nel medio termine. In letteratura<sup>199</sup> si distingue tra le tipologie di investimento a seconda dello stadio del ciclo di vita dell'impresa in cui viene fatto l'investimento: early stage financing, forme di finanziamento che supportano la fase di avvio di startup (venture capital); e l'expansion financing, ovvero investimenti volti a far fronte a piani di crescita delle imprese in direzione interna (lancio di nuovi prodotti, penetrazione in nuovi mercati) o in dimensione esterna (attività di M&A); con il replacement capital o buy out si finanziano invece programmi di cambiamento all'interno dell'impresa in termini di compagine proprietaria; ed infine, le operazioni di turnaround cioè quelle in cui il fondo acquista società in difficoltà con l'obiettivo di ristrutturarle e rilanciarle sul mercato. I dati riportati si concentrano su una sola delle tipologie d'investimento, cioè l'expansion financing, con l'intento di individuare Medie imprese su cui i fondi di private equity potrebbero investire per aiutare nel salto dimensionale l'impresa.

Un altro metodo di accesso al mercato dei capitali è tramite la quotazione in Borsa. Questo è uno strumento molto importante per tutte le imprese che hanno bisogno di conseguire un salto dimensionale e che sono propense ad affrontare un periodo di forte discontinuità<sup>200</sup>. In genere, la quotazione è la reazione a diverse esigenze: la volontà da parte di investitori istituzionali o di membri della famiglia di uscire dall'investimento, un piano di nuovi investimenti da finanziare incompatibile con le risorse reperibili presso il sistema bancario, il bisogno di aumentare la riconoscibilità del brand o dei prodotti commercializzati dall'impresa, la necessità di affrontare un cambio generazionale<sup>201</sup>.

Le medie imprese rappresentano per un certo verso delle istituzioni di importanza primaria nei territori italiani, industriali e non, sia per le vicende che li legano ad essi, sia per la conoscenza del linguaggio tacito della produzione. Così, la crescita qualitativa e dimensionale delle medie imprese non può passare solamente come un tema di strategia aziendale e sviluppo imprenditoriale, bensì, una questione di politica industriale e di interesse nazionale. Difatti, se da un lato le medie imprese hanno

---

<sup>197</sup> Rapporto CERVED PMI, pag 119; 2018; Cerved Group S.p.a.

<sup>198</sup> Rapporto CERVED PMI, pag 124; 2018; Cerved Group S.p.a.

<sup>199</sup> Private Equity e Private Debt per le PMI Italiane, Roberto Ippolito et al. – Gruppo 24 Ore, 2017.

<sup>200</sup> Per le PMI italiane acquisite più ricavi e produttività, pag. 25; 11/2017; Katy Mandurino; CRUI Gruppo Sole24Ore

<sup>201</sup> Rapporto Cerved, 2018, Cerved Group S.p.a.



un accesso diretto senza mediazioni ai territori produttivi, dall'altro esse sono dei potenziali ponti di collegamento con il mondo globalizzato.

#### QUARTO CAPITOLO

Il caso Buccellati offre spunti interessanti per leggere l'evoluzione delle strategie competitive di una media impresa che riesce ad armonizzare i risvolti quantitativi e qualitativi della propria crescita facendo leva sul proprio set di competenze core. Il business case proposto è analizzato tramite dati secondari ottenuti attraverso il bilancio societario annuale e attraverso la metodologia di analisi proposta nel libro "Un tesoro emergente. Le medie imprese italiane dell'era globale"<sup>1</sup> nel quale sono riportati numerosi casi aziendali e non.

Buccellati Holding Italia è un'azienda italiana di gioielleria, orologeria, accessori di lusso con spiccata visibilità nazionale e tratti internazionali già dai primi anni dalla sua fondazione. Si tratta di una azienda che ricopre una posizione di nicchia, ovvero relativamente piccola all'interno del contesto competitivo quale quello della moda, ma relativamente grande rispetto ai concorrenti diretti focalizzati sul target di riferimento.

Quello che il caso è in grado di evidenziare come la capacità competitiva di Buccellati derivi da un percorso di crescita bilanciato lungo alcune dimensioni principali<sup>202</sup>, in modo coerente ed efficace, in modo particolare:

- una crescita dimensionale perseguita con una marcata focalizzazione di business<sup>203</sup>;
- una crescita di tipo relazionale promossa mediante una ricombinazione delle competenze ereditarie e una graduale apertura del board ad attori esterni;
- una crescita di tipo qualitativo con un assetto organizzativo che compie una transazione da un'impronta fortemente imprenditoriale a un contesto manageriale, pur con una convivenza di elementi imprenditoriali e manageriali;

Per quanto riguarda la crescita dimensionale e focalizzazione nel corso degli anni, come abbiamo notato in precedenza, la Società, dopo l'acquisizione del fondo Clessidra, ha messo in atto una gestione oculata della propria forza lavoro soprattutto nel primo anno: dapprima si è impegnata in una piccola riorganizzazione aziendale, trattamenti di fine rapporto e rinnovo di vecchi contratti, mentre negli anni successivi con assunzioni e job training sul lavoro il numero di dipendenti è tornato a salire e tutt'ora è in crescita anche grazie alle aperture dei centri al dettaglio nel Continente asiatico. Inoltre, al fine di evidenziare la crescita dimensionale messa in atto dal gruppo Gangtai, a fine esercizio 2018, nonostante le criticità finanziarie a portare capitali fuori dai confini cinesi, i punti

---

<sup>202</sup> Un tesoro emergente. Le medie imprese italiane dell'era globale, p. 172; Varaldo, Resciniti, Dalli, Tunisini; 2009, Franco Angeli editore

<sup>203</sup> Porter, 1985

vendita dove vengono venduti i prodotti del Gruppo hanno raggiunto il numero di 282, ben 29 in più rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, di cui 50 esclusivamente a marchio "Buccellati" e 232 Multimarca.

A riguardo della capacità di controllo della catena logistica di produzione e di distribuzione quale sistema di relazioni, nel corso dell'esercizio 2018 il perimetro del Gruppo è variato a seguito della fusione e incorporazione avvenuta in 1 Agosto 2018 della Clementi Fabbrica Argenteria s.r.l. da parte di Buccellati Holding S.p.A., pertanto essa al 31/12/2018 controllava direttamente o indirettamente le seguenti società:

<i>Società del Gruppo</i>		<i>Vendite</i>	<i>Incr. perc. rispetto prec. esercizio in euro</i>	<i>Incr. perc. rispetto prec. eserc. in valuta locale</i>
Buccellati Holding Italia S.p.A.	€	37.018	+ 5,1%	n.a.
Buccellati Watches S.A.	€	4.051	+ 9,5%	+ 13,8% in CHF
Buccellati France S.a.r.l.	€	6.867	+ 9,0%	n.a.
Buccellati London Ltd.	€	3.460	+ 7,5%	+ 8,6% in GBP
Buccellati Inc.	€	11.909	- 18,4%	- 14,6% in USD
Mario Buccellati Italia S.r.l.	€	2.185	- 31,1%	n.a.
Buccellati Asia Pacific Ltd	€	2.400	+ 489,8%	+ 514,9%
Buccellati Macau Ltd	€	417	n.a.	n.a.
Buccellati Shanghai Co. Ltd	€	2.477	- 75,9%	- 75,3%
Totale Gruppo Consolidato		45.928	-12.4% Incl VIP Sales +8.8% Excl VIP Sales	
NB; i ricavi di Buccellati Holding spa comprendono i ricavi di Clementi a seguito della fusione.				

204

Come si evince dalla tabella, tutte le società hanno mostrato una crescita, che prova la capacità crescente di controllo della catena logistica di produzione e di distribuzione quale sistema di relazioni, ad eccezione di: Buccellati Inc per i motivi sopra esposti (effetto dollaro sui cambi e su acquisti di turisti stranieri); Mario Buccellati Italia Srl per la mancanza di alcune delle vendite straordinarie a clienti Cinesi; e Buccellati Shanghai Ltd a causa delle vendite straordinarie VIP a clienti Cinesi che ammontano ad oltre 10 milioni.

La matrice imprenditoriale ha caratterizzato la nascita di Buccellati, e offre ancora dei benefici in termini di effetto reputazione per la forte integrazione tra il business dell'impresa con la sua storia. Il passaggio a un assetto di tipo manageriale è avvenuto facendo leva su manager e investitori (fondo Clessidra) che le hanno dato un nuovo impulso per una riorganizzazione e una crescita.

Nel passaggio a un assetto di tipo manageriale di Buccellati (2013) si possono registrare i seguenti caratteri<sup>205</sup>:

<sup>204</sup> Relazione sulla gestione, Buccellati Holding Italia S.p.a., 2018, Cerved Group S.p.a.

<sup>205</sup> Un tesoro emergente. Le medie imprese italiane dell'era globale, p. 172; Varaldo, Resciniti, Dalli, Tunisini; 2009, Franco Angeli editore

- una struttura organizzativa più recettiva;
- un maggiore grado di autonomia e responsabilità a tutti i responsabili di funzione;
- la creazione di meccanismi di coordinamento e interdipendenza con una cultura volta al processo o alla commessa.

Come si può notare, con l'apertura al capitale esterno ma soprattutto sotto la gestione del fondo Clessidra, l'impresa è riuscita a gestire in modo adeguato il processo di crescita dimensionale, espandendo il proprio business, relazionale, sviluppando relazioni con soggetti diversi e affinando le competenze relative, e qualitativa, promuovendo una transizione da imprenditoriale a manageriale con un nuovo assetto organizzativo.

Dopo circa un quinquennio l'impresa, fondata da Mario Buccellati nel 1919, è stata ceduta da parte del fondo Clessidra con assenso da parte delle quote familiari al fondo cinese Gangtai Holding per 195 milioni rilevando l'85% delle quote societarie. Questo appare come il salto definitivo dallo stadio manageriale, dapprima imprenditoriale, a quello evidentemente internazionale. Secondo il management dell'azienda tra i principali punti di forza dell'impresa che la rendono preferita nel mercato rispetto ai concorrenti figurano l'importanza del brand, l'organizzazione aziendale, e la qualità. Il primo aspetto (importanza del brand) si riconduce alla capacità di mantenere un'immagine di leader con un brand operante sul mercato finale, con un'impostazione coerente con le radici dell'impresa facendo leva sulla propria credibilità. Il secondo aspetto, chiaramente collegato al precedente, è relativo all'organizzazione dell'impresa che è stata strutturata per affrontare sfide internazionali, risultando più grande ma anche più dotata in termini di risorse rispetto ai propri competitor, soprattutto nazionali. Il terzo aspetto, la qualità, è inevitabilmente legato a doppio filo con i precedenti, come risultante di una serie di processi che riescono a ottenere una sintesi tra efficienza, efficacia e innovazione continua<sup>206</sup>. Difatti l'idea di Gangtai è quella di mantenere le fasi di creazione e produzione dei prodotti Buccellati in Italia, andando anche a formare e assumere nuovi artigiani per far fronte all'incremento di business atteso. Il nuovo capitolo della storia di Buccellati, che si prepara a celebrare i suoi primi 100 anni in grande stile con l'appoggio di Gangtai, vedrà rimanere in prima linea sia la famiglia Buccellati, che mantiene una quota di minoranza del 7,5%, pari a quella detenuta dal fondo Clessidra, con Andrea Buccellati e la figlia Lucrezia a dirigere il team creativo, sia l'attuale management dell'azienda, con Gianluca Brozzetti nel ruolo di ceo del Gruppo Buccellati.

## CONCLUSIONI

---

<sup>206</sup> Relazione sulla gestione, Buccellati Holding Italia S.p.a., 2018, Cerved Group S.p.a.

Le teorie sul commercio internazionale hanno sempre sostenuto l'esistenza di una relazione diretta tra livelli di internazionalizzazione e dimensione d'impresa. L'attuazione e il mantenimento di un processo di espansione internazionale comporta infatti ingenti costi fissi che Buccellati non disponeva prima del 2013, come del resto la restante parte delle imprese italiane più attente a non finir male che ad espandersi. Ora invece la situazione è diversa, maggiormente aperta e spinta da una rinnovata solidità interna ma non accompagnata da una crescita del paese e del commercio globale. Se prima il problema erano alti costi fissi, ora non sono da sottovalutare gli oneri che derivano dalla gestione delle relazioni con i partner internazionali e con tutti gli attori che operano sui mercati esteri. Sebbene impliciti in ogni processo di espansione al di fuori dei propri confini, i costi fissi d'internazionalizzazione diventano ancora più onerosi quando l'azienda sceglie di realizzare investimenti diretti, poiché essa è esposta ad un maggiore rischio di irreversibilità nell'impiego delle risorse. E questo impegno spesso richiede la collaborazione di vari attori, dalle imprese al sistema legislativo, dalla Comunità Europea al sistema pubblico italiano.

## BIBLIOGRAFIA

1. Accenture S.p.A.; AccentureDigital, Come avere successo attraverso i Big Data, 2016
2. Acocella et al. (2002), Le statistiche sugli Investimenti Diretti Esteri e sull'attività delle Imprese Multinazionali, Commissione per la Garanzia dell'Informazione Statistica, Presidenza del Consiglio dei Ministri <http://goo.gl/nr1SE>
3. Anand, J. e Kogut, B., 1997, Technological Capabilities of Countries, Firm Rivarly, and Foreign Direct Investment, «Journal of International Business Studies», terzo quadrimestre 1997.
4. Barba Navaretti G., Castellani D., Does investing abroad affect performance at home? Comparing Italian multinational and national enterprises., Centro Studi Luca D'Agliano, Development studies, Working Paper, 180, 2003;
5. Barba Navaretti G., Venables A.J., Le multinazionali nell'economia mondiale, il Mulino, Bologna 2006;
6. Baronchelli G., 2008. La delocalizzazione nei mercati internazionali: Dagli ide all'offshoring. Milano: LED Edizioni Universitarie.
7. Bentivoglia C., Cherubini L., Iuzzolino G., 2015. L'attrattività dei territori: i fattori di contesto. Journal of economic policy, vol. XXXI (1).
8. Birkinshaw J., Hood N. (1998). Multinational subsidiary evolution: capability and charter change in foreign-owned subsidiary companies, in "Academy of Management Review" vol.23 p. 773-795
9. Borin A., Cristadoro R., 2014. Questioni di Economia e Finanza, n. 243. Gli investimenti diretti esteri e le multinazionali [online]. Banca d'Italia.
10. Borin A., Cristadoro R., Mattevi E., 2014. Questioni di Economia e Finanza, n. 230. Investimenti diretti esteri e qualità delle istituzioni [online]. Banca d'Italia. Disponibile su: <<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2014-0230/QEF-230.pdf>

11. Brouthers, L.E., Brouthers, K.D. e Warner, S., Is Dunning's Eclectic Framework Descriptive or Normative? «Journal of International Business Studies», 30, 1990.
12. Calabrese G., Coccia M., Secondo R., Analisi del processo innovativo nelle PMI italiane, Ceris-CNR Working paper 11/2002;
13. Campisi J. M., Sottilotta C. E., 2016. Unfriendly or Unwanted? Reflections on FDI Attraction Policies in Italy. Rivista Italiana di Politiche Pubbliche, n. 2/2016, pp. 223-250
14. Caroli M., Gestione delle Imprese Internazionali, McGraw-Hill, Milano 2011;
15. Caroli M., Globalizzazione e localizzazione dell'impresa internazionalizzata, Franco Angeli, Milano. 2000;
16. Caroli M., Lipparini A., Piccole imprese oltre confine. Competenze e processi di internazionalizzazione., Carrocci Editore, Roma 2002;
17. Caroli M., Nuove tendenze nelle strategie di internazionalizzazione delle imprese minori. Le modalità di entrata emergenti tra alleanze e commercio elettronico., Franco Angeli, Milano 2000;
18. Casi L., Resmini L., 2017. Investimenti diretti esteri, identità regionali e crescita. Scienze Regionali, vol. 16, 2/2017, pp. 171-200
19. Caves R. (1971), International Corporations: the Industrial Economics of Foreign Investment, in "Economica" vol. 30, p. 1 – 27.
20. Caves, R.E., Multinational Enterprise and Economic Analysis, Cambridge, UK, University Press, 1996.
21. Cdo; 1<sup>a</sup> relazione annuale sullo stato della Media Impresa Italiana, 2017.
22. Cerved Group S.p.a.; Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari; 2018.
23. Cerved Group S.p.a.; Rapporto CERVED PMI; 2018, pag 128.
24. Cerved Group S.p.a.; Bilancio d'esercizio Buccellati Holding Italia S.p.a., 2018.
25. Cerved Group S.p.a.; Relazione sulla gestione Buccellati Holding Italia S.p.a., 2018.
26. Charles W.L Hill (2016), International Business. Economia e strategia internazionale: l'impresa nei mercati globali, Sesta edizione, edito da Hoepli Milano
27. CONSOB; Quaderni giuridici: La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie.; 2019; S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola.
28. CONSOB; Relazione CONSOB per l'anno 2018; 2019; Commissione Nazionale Per le Società e la Borsa
29. Corò G., Micelli S., I nuovi distretti produttivi: innovazione, internazionalizzazione e competitività dei territori., Marsilio, Venezia 2006.
30. Costa, I., Robles, S. e de Queiros. R., Foreign Direct Investment and Technological Capabilities, «Research Policy», 31, 2002, pp. 1431-43.
31. De Arcangelis G. (2005), Economia Internazionale, McGraw-Hill, Milano cap. 8
32. Demattè C., Perretti F., Marafioti E., a cura di., 2008. Strategie di internazionalizzazione. II Edizione. Milano: Egea. Pp. 1-138

33. Direzione Generale per le PMI e gli enti cooperativi, Small Business Act. Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese in Italia. Rapporto 2016;  
<http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/RapportoSBA2016-1.pdf>.
34. Dunning J., Lundan S. (2008), *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Edward Elgar, Cheltenham, Northampton, Dunning J.H., *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Addison Wesley, London 1994;
35. Dunning, J.H., *Re-Evaluating the Benefits of Foreign Direct Investment*, «Transnational Corporations», 3, n. 1, febbraio 1994, pp. 23-51.
36. European Commission, *Internationalisation of European SMEs*, Survey, European Union 2016.
37. European Commission, *Annual Report on European SMEs*, November 2017
38. Feenstra R., Taylor A. (2009), *Economia Internazionale. Teoria e politica degli scambi internazionali*, Hoepli, Milano cap. 1 <http://goo.gl/jivIT>
39. G.Barbaresco, M.Matarazzo, R.Resciniti (2018), *Le medie imprese acquisite all'estero. Nuova linfa al Made in Italy o perdita delle radici?*, edito da FrancoAngeli
40. Gereffi, Lee - "Why the world suddenly cares about global supply chains", 2012.
41. Giardino, G. Rosa, L. Fusari, L. Di Fabio; *Small Business Act e Test PMI: Le indicazioni dell'unione europea.*; 2018; Editoriale Scientifica
42. Graham E. (1998), *Market Structure and the Multinational Enterprise: A Game Theoretic Approach*, in "Journal of International Business Studies" vol. 29 no.1, p. 67-83.
43. Grandinetti, Micelli, Rullani - "L'internazionalizzazione incompiuta: elementi per una politica dei servizi e delle reti", 1993.
44. Haddad M. e Harrison A., "Are there positive spillover from direct investment? Evidence from panel data for Marocco.", *Journal of Development Economics*, n. 42, 1993;
45. Harzing A., *Acquisition versus Greenfield investments: both side of the Picture*, AIB Conference, Vienna 1998;
46. Haveman e Nonnemaker, "Competition in Multiple Geographical Markets," *Administration Service Quarterly*, 45, 2000.
47. Hedlund G. (1986), *The hypermodern MNC: A heterarchy?*, in "Human Resource Management", p.9-35.
48. PWC; *Consumer Market – Italy*; 2018;
49. Helpman E. (2006), *Trade, FDI and the Organization of Firms*, in "Journal of Economic Literature" vol. 44, p. 589-630 <http://goo.gl/Rs4dW>
50. Hennart, J.F., *Upstream Vertical Integration in the Aluminium and Tin Industries*, «Journal of Economic Behaviour and Organization», 9.
51. Hill, C.W.L. e Kim, W.C., *Searching for a Dynamic Theory of the Multinational Enterprise: A Transaction Cost Model*, «Strategic Management Journal», edizione speciale, 9, 1988, pp. 93-104.
52. Hoenen A., Hansen M. (2009), *Oligopolistic competition and foreign direct investment. (Re-) Integrating the strategic management perspective in the theory of multinational corporations*, in "CBDS Working Paper Series" p. 1-26 <http://goo.gl/6zXiK>

53. Hymer (1960), *The international operations of national firms: A study of direct foreign investment*, MIT Press, Cambridge
54. Hymer, S.H., *The International Operations of National Firm: A Study of Direct Foreign Investment*, Cambridge, MA, MIT Press, 1976.
55. ICE, *L'Italia nell'economia internazionale. Rapporto 2016-2017*;
56. ICE; *L'impatto delle acquisizioni dall'estero sulla performance delle imprese italiane*; 2017; Italian Trade Agency – Agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane.
57. ICE, *L'Italia nell'economia internazionale. Rapporto 2015-2016*;
58. ICE - Italian Trade Agency; *L'Italia multinazionale: la partecipazioni italiane all'estero ed estere in Italia*; 2017; di Sergio Mariotti e Marco Mutinelli; Prometeia
59. ICE e ISTAT - Italian Trade Agency; *Commercio estero e attività internazionali delle imprese Profili e performance delle imprese esportatrici: nuove evidenze a supporto delle policy.*; 2018; Giorgio Alleva, presidente ISTAT;
60. ISTAT - "L'Italia nell'economia internazionale", 2013.
61. ISTAT, "Commercio con l'estero e internazionalizzazione" in *Annuario statistico italiano 2011*, Roma 2011;
62. ISTAT, *Noi Italia. 100 statistiche per capire il paese in cui viviamo*, 2011.
63. ISTAT; *Report risultati economici delle imprese 2016; 2018*;
64. Katy Mandurino; CRUI Gruppo Sole24Ore; *Per le PMI italiane acquisite più ricavi e produttività*, pag. 25; 11/2017.
65. Kogut B. (1989), *Research Notes and Communications Note on Global Strategies*, in "Strategic Management Journal" p. 383-389
66. KPMG Group S.p.a; *Mercato M&A in Italia nel 2018: il rapporto KPMG Corporate Finance*; 01/2019;
67. KPMG Group S.p.a.; *Mercato M&A in Italia: rapporto KPMG Corporate Finance. Brusca frenata delle attività di M&A in Italia.*; 04/2019.
68. KPMG Group S.p.a; *M&A in Italia nei primi 9 mesi 2018: il rapporto KPMG. Record di operazioni nei primi 9 mesi dell'anno.*; 09/2018.
69. Krugman P. R., Obstfeld M., Melitz M. J., 2015. *Economia internazionale 1. Teoria e politica del commercio internazionale*. X Edizione. Milano, Torino: Pearson. Pp. 243-261
70. Li, X. 6 Liu, X., *Foreign Direct Investment and Economic Growth*, «World Development». 33, marzo 2005, pp. 393-413.
71. Lipparini, "Imprese, reti, distretti. Competenze e relazioni per l'internazionalizzazione", 2002
72. Lorenzoni, "Architetture reticolari e processi di internazionalizzazione, Il Mulino, 1
73. Mariotti S., a cura di., 2005. *Internazionalizzazione, innovazione e crescita dell'industria italiana*. I Edizione. Milano: Franco Angeli.
74. Mariotti S., Mutinelli M., 2010. *Italia multinazionale 2010, le partecipazioni italiane all'estero e estere in Italia* [online]. Catanzaro: Rubbettino Editore.
75. Mariotti S., Mutinelli M., Piscitiello L., 2017. *Le scelte localizzative delle imprese multinazionali in Italia: agglomerazione interna vs. agglomerazione esterna*. Scienze Regionali, vol. 16, 2/2017, pp. 201-228

76. Matteo Caroli (2016), *Gestione delle imprese internazionali*, McGraw-Hill Education
77. Mediobanca-Unioncamere, 17ma indagine Mediobanca-Unioncamere sulle medie imprese italiane, 2018.
78. Meyer K., Estrin S., *Entry mode choice in emerging markets: Greenfield, Acquisition and Brownfield*, Discussion Paper Series, London Business School 1999;
79. Ministero Dello Sviluppo Economico, 2014. *Piano Destinazione Italia* [online]. Roma.
80. Ministero dello Sviluppo Economico; *Small Business Act: Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese adottate in Italia nel secondo semestre 2015 e nel primo semestre 2016; Rapporto 2016; Direzione Generale per la Politica Industriale, la Competitività e le Piccole e Medie Imprese.*
81. Ministero dello Sviluppo Economico; *Small Business Act – Support initiatives for micro, small and medium enterprises in Italy, 2015.*
82. Morgan, Paton, “Internet-enabled international growth: The impact of digitisation strategy on the international growth”, 2007.
83. Musso F.; *Per un nuovo modello di supporto alla promozione all'estero delle PMI; 2018.*
84. Mussolino Donata; *Profili di analisi del family business in un approccio economico–aziendale; 2018; Aracne.*
85. Narula, Zanfei, “Globalization of innovation: the role of multinational enterprises”, 2005.
86. OECD (2016), *Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*
87. Pedroni G., *Lo sviluppo delle piccole e medie imprese*, Franco Angeli, Milano 1993;
88. Pellicelli, “*Imprese multinazionali: la risposta europea. Modelli, strategie e strutture per una rivincita competitiva*”, 1989.
89. Pepe C., Zucchella A., *L'internazionalizzazione delle imprese italiane*, il Mulino, Bologna 2010;
90. Porter M. (1990), *The Competitive Advantage of Nations*, Macmillan, London Porter (1995), *The Competitive Advantage of the Inner City*, in “*Harvard Business Review*”, p. 55-71.
91. Porter M., *Competition in Global Industries*, Harvard Business School Press, Cambridge 1986;
92. Porter M., *The Competitive Advantage of Nations*, Free Press, New York 1990;
93. PWC; *Consumer Market – Italy; 2018;*
94. Reich, R.B., *The Work of Nations: Preparing Ourselves for the 21<sup>st</sup> Century*, New York, Alfred A. Knopf, 1991.
95. Renda A., Luchetta G., *L'Europa delle piccole e medie imprese. Come rilanciare la sfida della competitività.*, Dipartimento Politiche Europee, 2011.
96. Rispoli M., *Le forme di internazionalizzazione delle imprese*, il Cardo, Venezia 1994;
97. Roberto Ippolito et al.; Gruppo 24 Ore; *Private Equity e Private Debt per le PMI Italiane*, 2017.
98. Rullani E., “*Impresa come sistema intelligente: alla ricerca di nuovi modelli di governance e di valore*”, *Sinergie*, 2009, n. 80.
99. Rullani E., *Dove va il Nordest. Vita, morte e miracoli di un modello.*, Marsilio, Venezia 2006;
100. Rullani E., Grandinetti R., *Impresa transnazionale ed economia globale*, La nuova Italia scientifica, Roma 1996;



101. Saggi, K., Trade, Foreign Direct Investment and International technology Transfer, «World Bank Research Observer», 17, 2002, pp. 191-235.
102. Seth, A., Song, K.P. e Pettit R.R., Value Creation and Destruction in Cross Border Acquisition, «Strategic Management Journal», 23, 2002, pp. 921-40.
103. Tallman S. (1992), A Strategic Management Perspective on Host Country Structure of Multinational Enterprises, in “Journal of Management”, vol. 18 no. 3 p. 455-471.
104. The European House - Ambrosetti S.p.A., 2017. Global Attractiveness Index 2017: Il vero termometro dell’attrattività di un Paese, II Edizione
105. UNCTAD 2015, Global FDI Recovery Derails, in “UNCTAD Global Investment Monitor” no.1
106. UNCTAD World Investment Report 2016, New York e Ginevra, United Nations 2017
107. UNCTAD World Investment Report 2017, New York e Ginevra, United Nations 2018
108. Valdani E., Bertoli G., Mercati Internazionali e Marketing, Egea, 2003.
109. Varaldo, Resciniti, Dalli, Tunisini; Un tesoro emergente. Le medie imprese italiane dell'era globale, p. 193; 2009, Franco Angeli editore
110. Williamson, O.E., the economic Institution of capitalism; New York, Free Press, 1989
111. World Bank, 2018. Doing Business 2018: Economy Profile. Italy, 2018

## SITOGRAFIA

1. <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2017-09-01/lavoro-e-produttivita-zavorre-l-attrattivita-italiana-212748.shtml?uuid=AEYmv8LC>
2. <https://www.ilsole24ore.com/art/buccellati-85percento-passa-cinesi-gangtai-societa-valutata-230-milioni--AErWKK7B>
3. <https://www.ilsole24ore.com/art/dai-cinesi-gangtai-piano-200-milioni-i-gioielli-buccellati-AEmnCA7B>
4. [https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2019\\_en.pdf](https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2019_en.pdf)
5. <https://www.statista.com/search/?q=BUCCELLATI&qKat=search>
6. [www.investinitaly.com/en/why-invest-in-italy](http://www.investinitaly.com/en/why-invest-in-italy)
7. <https://www.barnebys.it/blog/i-cento-anni-di-buccellati>
8. <https://www.preziosamagazine.com/mario-buccellati-dal-1919-una-storia-di-ieri-oggi-e-domani/>
9. [https://it.wikipedia.org/wiki/Buccellati\\_\(azienda\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Buccellati_(azienda))
10. <http://it.buccellati.com/it/timeline?>
11. <https://know.cerved.com/imprese-mercati/le-societa-pronte-alla-quotazione/>
12. <http://www.unioncamere.gov.it/P42A4056C189S123/presentata-la-17ma-indagine-unioncamere-mediobanca--oltre-20-anni-di-medie-imprese.htm>
13. <https://data.oecd.org/entrepreneur/enterprises-by-business-size.htm>

14. [https://tcdata360.worldbank.org/indicators/inv.all.pct?country=BRA&indicator=345&viz=line\\_chart&years=1980,2023](https://tcdata360.worldbank.org/indicators/inv.all.pct?country=BRA&indicator=345&viz=line_chart&years=1980,2023)
15. [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2014-0243/QEF\\_243.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2014-0243/QEF_243.pdf)
16. <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0394:FIN:EN:PDF>
17. <http://goo.gl/r4Is8>
18. <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/commercio-internazionale/2029984-destinazione-italia-63441770>
19. <http://goo.gl/Kxp4m>.
20. [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu)
21. [www.esteri.it](http://www.esteri.it)
22. [www.fdiintelligence.com](http://www.fdiintelligence.com)
23. [www.fdireports.com](http://www.fdireports.com)
24. [www.ice.gov.it](http://www.ice.gov.it)
25. [www.istat.it](http://www.istat.it)
26. [www.mincomes.it](http://www.mincomes.it)
27. [www.pwc.com/it](http://www.pwc.com/it)
28. [www.sviluppoeconomico.gov.it](http://www.sviluppoeconomico.gov.it)
29. [www.statista.com](http://www.statista.com)
30. [www.UNCTAD.org](http://www.UNCTAD.org)
31. [www.WorldBank.org](http://www.WorldBank.org)