



### 1. La metodologia di base e le fonti

La metodologia seguita per identificare le IMN e le loro imprese partecipate è basata sulla distinzione tra investimento diretto e di portafoglio e su criteri che riflettono principi di significatività economica, piuttosto che di natura formale e/o giuridico-amministrativa. Essi vengono illustrati nei punti sottostanti.

1. La distinzione fra partecipazione diretta alla gestione dell'impresa e partecipazione esclusivamente finanziaria è talvolta sottile. Non si è ritenuto opportuno assumere soglie minime per la quota di partecipazione e/o per il valore assoluto dell'investimento in qualità di discriminanti decisive, sebbene questi siano importanti ingredienti nella valutazione complessiva. Nel caso di partecipazioni in gruppi finanziario-industriali con strutture complesse, si è tenuto conto sia dell'architettura della partecipazione, sia del significato a essa attribuito dalle parti coinvolte.
2. Coerentemente alla definizione di IMN e di IDE, non sono state considerate le partecipazioni estere attivate da istituti finanziari. Tuttavia, esistono forme intermedie, quali i fondi di *private equity* e le *merchant banks*, che operano con strategie industriali mirate, assumendo partecipazioni di controllo o di minoranza qualificata in imprese appartenenti a selezionati settori industriali e intervenendo direttamente nella loro gestione. Queste partecipazioni sono state incluse nell'analisi, mentre sono state escluse, sia dal lato dell'uscita che da quello dell'entrata, le partecipazioni (talora di controllo) assunte da fondi e *merchant banks* nell'ambito di operazioni di *management buy-out* e in cui sia assente l'intervento diretto dell'investitore nella gestione dell'impresa partecipata.
3. Nel giudicare le partecipazioni estere in entrata e in uscita, è stata indagata l'eventuale catena di controlli successivi che configura forme di *controllo indiretto*, con l'obiettivo di risalire all'anello finale, cioè al soggetto che controlla/partecipa nella società attraverso i suddetti meccanismi azionari.  
Nel caso di partecipazioni minoritarie, la catena viene generalmente interrotta al primo anello, cioè alla prima e principale società cui è riferibile la partecipazione. Risultano dunque escluse dall'analisi le eventuali società controllate in cascata dalla suddetta società principale, poiché a esse non appare immediatamente e meccanicamente trasferibile la partecipazione estera minoritaria nella società controllante. Dunque, per gli investimenti in entrata, sono state in genere considerate a partecipazione estera le società controllate da altre società italiane a loro volta controllate da IMN estere.  
Talune eccezioni si possono riscontrare nel caso di partecipazioni di minoranza (o paritarie) assunte in holding finanziarie a capo di gruppi di imprese industriali e/o di servizio. Tali eccezioni sono state gestite cercando di rispettare la significatività economica delle partecipazioni, anche a scapito della coerenza formale giuridico-amministrativa. Ad esempio, a partire dall'anno 2000 FIAT Auto e le altre imprese italiane del settore auto del gruppo FIAT sono state considerate partecipate da Ge-

neral Motors, pur non essendovi alcuna partecipazione diretta da parte del gruppo di Detroit. GM aveva infatti acquisito una partecipazione del 20% in una holding di diritto olandese, FIAT Auto N.V. (poi dismessa nel 2005), la quale a sua volta controllava il 100% delle attività europee del settore automobilistico del gruppo torinese. Analogamente, nel 2014 (anno in cui è stata compiuta l'operazione) le società operative del gruppo Pirelli sono state considerate partecipate da Rosneft, pur non essendo il gruppo russo entrato direttamente nel capitale dell'impresa milanese. Rosneft aveva infatti acquisito il 50% della holding Camfin, allora principale azionista del gruppo Pirelli; in virtù di tale operazione, sei manager del gruppo russo erano entrati nel Consiglio di Amministrazione di Pirelli & C. SpA partecipando alle principali scelte gestionali e strategiche dell'impresa milanese.

4. Il nome e la nazionalità dell'IMN associati all'impresa italiana partecipata sono quelli dell'impresa finale controllante e non di eventuali società intermedie, le quali possono avere nazionalità diversa. Qualora l'investitore corrisponda a un gruppo organizzato in holding e sub-holding ne è stata rilevata la struttura, a partire dalla società operativa impegnata nella gestione della partecipazione, per risalire alla holding di controllo e giungere, infine, alla società che rappresenta gli interessi degli azionisti di controllo.
5. In coerenza al punto 4, non sono considerate a partecipazione estera le società italiane controllate o partecipate da società finanziarie costituite all'estero da altre società a base italiana. Ad esempio, sono considerate a tutti gli effetti italiane società e gruppi industriali quali Ferrero, Carlo Gavazzi e altri, controllati o partecipati da holding finanziarie di diritto estero, ovvero le consociate italiane di gruppi industriali esteri a loro volta controllati da imprese italiane. In modo del tutto simmetrico si è proceduto nel caso delle partecipazioni in uscita. In particolare, le partecipazioni estere sono state sempre attribuite alle effettive case-madri italiane; nei casi di cui sopra, all'impresa italiana sono state attribuite, oltre alle eventuali partecipazioni da essa detenute, anche le partecipazioni detenute da holding estere capogruppo, non formalmente riconducibili all'impresa italiana (è il caso del gruppo Ferrero, le cui consociate estere fanno capo alla holding lussemburghese Ferrero International S.A., la quale controlla anche l'impresa italiana).
6. Per discriminare tra partecipazioni di controllo e non, è stato fatto riferimento alla nozione di controllo maggioritario (quota di partecipazione superiore al 50%), o all'ufficiale riconoscimento da parte degli interessati circa il conferimento all'azionista di maggioranza relativa della responsabilità gestionale dell'impresa. Nei casi dubbi, è valsa l'obiettività della quota di partecipazione.
7. L'origine geografica delle partecipazioni viene attribuita tenendo conto del luogo ove sono svolte le attività che originano il flusso delle risorse finanziarie a disposizione dell'investitore. Al riguardo, le imprese partecipate da titolari/azionisti che, pur conservando la cittadinanza estera, hanno storicamente iniziato la loro attività in Italia, ove continuano a essere localizzati in modo esclusivo o preponderante gli *assets* industriali da essi posseduti, non sono state incluse nel repertorio delle imprese partecipate dall'estero. Conseguentemente, eventuali (invero sporadiche) attività estere da esse controllate sono state incluse nel repertorio delle imprese estere partecipate dall'Italia.  
Sono state peraltro escluse dall'analisi le partecipazioni detenute in imprese estere da privati cittadini italiani, e reciprocamente le partecipazioni detenute in imprese



industriali italiane da cittadini esteri, quando tali titolari/azionisti non abbiano mai avuto, ovvero abbiano abbandonato qualsiasi attività nel Paese di origine.

Riferimenti a casi concreti aiutano a chiarire il criterio adottato. Le attività del gruppo Sutter, di origine elvetica, sono considerate a tutte gli effetti italiane, in quanto l'impresa costituita in Italia nel 1910 è da sempre il baricentro del gruppo, il quale peraltro si auto-definisce "multinazionale italiana" (mentre la Sutter svizzera, fondata nel 1858, è stata ceduta al gruppo Unilever nel 1976). Al contrario, le attività italiane del gruppo Tenaris-Techint continuano a essere considerate a tutti gli effetti estere, nonostante le origini della famiglia Rocca, poiché la base industriale che ha storicamente generato i flussi internazionali di investimento del gruppo è in Argentina, ove sono localizzate rilevanti attività industriali e di servizio (Siderca, Techint).

8. Le partecipazioni estere da parte di imprese in origine italiane, ma attualmente controllate dall'estero, sono escluse dal repertorio delle partecipazioni italiane all'estero, anche nel caso di unità in cui l'impresa italiana ha investito in precedenza e che sono tuttora gestite da essa, in base alle scelte organizzative della nuova casa-madre estera. Tale situazione interessa, ad esempio, le partecipazioni estere di gruppi quali Martini & Rossi, Electrolux Zanussi, Parmalat, Valentino, e molti altri. Simmetricamente, le partecipazioni estere di imprese italiane in passato controllate da gruppi esteri e attualmente a capitale italiano sono considerate a tutti gli effetti partecipazioni estere in uscita, a partire dal momento in cui la casa-madre viene acquisita da investitori italiani. Ad esempio, Prysmian è nata nel 2005 dallo scorporo della divisione cavi di Pirelli e acquisita dal fondo di *private equity* statunitense Goldman Sachs Capital Partners. A partire dal 2011, l'impresa, divenuta una *public company* dopo l'uscita dall'azionariato di Goldman Sachs, non è più classificata nel novero delle imprese a controllo estero, bensì è stata nuovamente inclusa nel novero delle imprese multinazionali a base italiana (come già era sino al 2005, in qualità di divisione cavi del gruppo Pirelli).
9. L'anno di inizio della partecipazione (in entrata e in uscita) è quello del *primo* investimento. Alle imprese che sono oggetto di successive transazioni "estero su estero", per l'entrata, e "Italia su Italia", per l'uscita, sono perciò associate le date relative alla prima partecipazione. Infine, nel caso di fusione tra due o più imprese a partecipazione estera, alla società risultante dalla fusione viene attribuito l'anno di partecipazione della società incorporata a più antica partecipazione estera.

Alla luce dei criteri illustrati si è giunti alla predisposizione dei Repertori delle imprese estere a partecipazione italiana e delle imprese italiane a partecipazione estera, i quali costituiscono la struttura portante di REPRINT. La banca dati è stata contestualmente arricchita di ogni informazione economica rilevante disponibile sui soggetti identificati. Tutte le analisi contenute nella presente ricerca si riferiscono all'aggiornamento della banca dati al 31 dicembre 2015 (ovvero, all'insieme delle imprese italiane attive che risultavano avere partecipazioni all'estero o essere partecipate da IMN estere alla data del 31 dicembre 2015).

La predisposizione di REPRINT comporta un sistematico lavoro di raccolta e di verifica incrociata di notizie e dati provenienti da una pluralità di fonti, spesso di carattere parziale e con informazioni incomplete. In particolare, le principali fonti informative utilizzate sono:

- a) i bilanci delle società quotate (italiane ed estere) e quelli resi disponibili da società non quotate (ad es. sui propri siti internet);
- b) i repertori e gli elenchi di: Uffici esteri dell’Agenzia ICE, Camere di Commercio italiane all’estero ed estere in Italia, Ambasciate italiane e altri enti ufficiali esteri, Ambasciate e rappresentanze estere in Italia, Agenzie per l’attrazione degli investimenti esteri, Associazioni industriali italiane;
- c) le seguenti banche dati: Centrale dei Bilanci, Kompass Italia, “Global Reference Solutions” di Dun & Bradstreet, “Aida”, “Amadeus” e Zephyr del Bureau Van Dijk, fDiMarkets dello fDi Intelligence del Financial Times, Annuari Mediobanca-R&S, “Le principali società italiane” di Mediobanca, ecc.;
- d) i siti Internet delle imprese e di altre istituzioni;
- e) varie *newsletters* specializzate di rilevanza ai fini dell’indagine (settoriali, legali, di M&As, ecc.);
- f) le informazioni provenienti dalla rassegna della stampa economica, quotidiana e periodica, italiana e internazionale;
- g) indagini dirette, ricerche e studi *ad hoc* di varia origine.

## 2. Le differenze rispetto alle analisi basate sugli IDE

Le analisi qui proposte e quelle basate sui flussi e stock di IDE differiscono in una serie di aspetti.

Generalmente parlando, la formazione di una IMN comporta flussi di IDE tra Paesi, ovvero investimenti esteri che, in armonia con la definizione dell’International Monetary Fund (1977), comportano l’acquisizione del controllo o di interessi durevoli (minoritari o paritari) in un’impresa, con qualche grado di coinvolgimento dell’investitore nella direzione e nella gestione delle sue attività. Essi in tal modo vengono distinti dagli *investimenti di portafoglio*, rivolti a partecipazioni di natura finanziaria e in carico a soggetti istituzionalmente o di fatto non interessati alla gestione dell’impresa. Tuttavia, solo una parte del capitale investito nelle IMN è finanziato tramite movimenti registrati dalle bilance dei pagamenti, essendo possibile reperire risorse finanziarie complementari sui mercati di insediamento. La rilevazione diretta della presenza delle IMN e delle loro partecipazioni abbraccia l’intero campo delle iniziative, evitando sottostime dei fenomeni di internazionalizzazione delle strutture industriali.

In secondo luogo, i flussi e gli stock di IDE soffrono di importanti distorsioni, con riguardo alla destinazione geografica, al settore di attività e persino alla loro direzione<sup>1</sup>. Le

---

1. Un caso emblematico, segnalato anche da Banca d’Italia (2000), chiarisce la gravità dei problemi. All’inizio del 1999, le società di servizi di telecomunicazione Infostrada e Omnitel erano partecipate congiuntamente da Olivetti (50,1%) e dalla tedesca Mannesmann (49,9%), tramite la holding di diritto olandese Oliman B.V. Nel giugno dello stesso anno, Mannesmann ha acquisito le quote di Olivetti nelle due società, divenendone l’unica azionista. Il passaggio ha comportato la cessione alla società tedesca delle quote di Olivetti in Oliman. Come è stata registrata l’operazione nella bilancia dei pagamenti e di



distorsioni derivano principalmente dal criterio utilizzato nelle rilevazioni (*immediate beneficiary*), che non consente di controllare la destinazione finale degli IDE nel caso essi transitino da un soggetto intermedio. La rilevazione diretta delle strutture proprietarie e delle logiche di investimento mette rimedio a questo e altri problemi di simile natura.

Infine, le diversità nelle rilevazioni rendono difficile sia il confronto, sia l'uso congiunto delle informazioni. Ad esempio, i raffronti intertemporali tra gli IDE e gli altri indicatori di formazione e avvio dell'attività delle IMN sono complicati dalla loro diversa distribuzione temporale e dal carattere più erratico dei primi. Il confronto superficiale delle evidenze prodotte dalle due fonti ingenera talvolta contraddizioni apparentemente di difficile spiegazione.

---

conseguenza nelle statistiche dei flussi di IDE? Essa compare come disinvestimento diretto italiano nei Paesi Bassi nel settore finanziario (holding). L'economia reale registra ben tre errori: (i) di *direzione*, poiché si tratta di un investimento diretto tedesco in Italia; (ii) di *Paese*, poiché il flusso è dalla Germania all'Italia e non dall'Italia ai Paesi Bassi; (iii) di *settore*, poiché riguarda i servizi di telecomunicazione.





## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

---

- Alcácer J., Delgado M., Spatial organization of firms and location choices through the value chain, *Management Science*, 62 (11): 3213-3234, 2016.
- Barba Navaretti G., Venables A.J., *Multinational Firms in the World Economy*, Princeton University Press, Princeton, 2004.
- Barba Navaretti G., Bugamelli M., Schivardi F., Altomonte C., Horgos D., Maggioni D., *The Global Operations of European Firms*, Second EFIGE Policy Report, Bruegel Blueprint 12, 2011.
- Basile R., Acquisition Versus Greenfield Investment: the Location of Foreign Manufacturers in Italy, *Regional Science and Urban Economics*, XXXIV (1): 3-25, 2004.
- Bentivogli C., Mirenda L., Foreign Ownership and Performance: Evidence from Italian Firms, *International Journal of the Economics of Business*, <http://dx.doi.org/10.1080/13571516.2017.1343542>, 2017.
- Castellani D., Zanfei A., *Multinational Firms, Innovation and Productivity*, Cheltenham: Edward Elgar, 2006.
- Coltorti F., 2006, "Il capitalismo di mezzo negli anni della crescita zero", *Economia italiana*, 3, 665-687, 2006.
- Cominotti R., Mariotti S. (a cura di), *Italia Multinazionale 1994*, Milano: Etas Libri, 1994.
- Cominotti R., Mariotti S., Mutinelli M. (a cura di), *Italia multinazionale 1998*, Documenti Cnel N. 17, Roma, 1999.
- Fratocchi L., Ancarani A., Barbieri P., Di Mauro C., Nassimbeni G., Sartor M., Vignoli M., Zanoni A. (2015), "Il back-reshoring manifatturiero nei processi di internazionalizzazione: inquadramento teorico ed evidenze empiriche", *Sinergie*, 33 (98), 125-147.
- Gagliardi C., 2008, *Le medie imprese industriali italiane 1996-2005*, Centro Studi Unioncamere, Roma, 2008.
- Mariotti S., Mutinelli M., *Italia multinazionale 2004. Le partecipazioni italiane all'estero e estere in Italia*, Rubbettino Editore, Soveria Mannelli, 2005.
- Mariotti S., Mutinelli M., *Italia multinazionale 2005. Le partecipazioni italiane all'estero e estere in Italia*, Rubbettino Editore, Soveria Mannelli, 2007.
- Mariotti S., Mutinelli M., *Italia multinazionale 2006. Le partecipazioni italiane all'estero e estere in Italia*, Rubbettino Editore, Soveria Mannelli, 2008.



- Mariotti S., Mutinelli M., *Italia multinazionale 2008. Le partecipazioni italiane all'estero e estere in Italia*, Rubbettino Editore, Soveria Mannelli, 2009.
- Mariotti S., Mutinelli M., *Italia multinazionale 2010. Le partecipazioni italiane all'estero ed estere in Italia*, Rubbettino Editore, Soveria Mannelli, 2010.
- Mariotti S., Mutinelli M., *Italia multinazionale 2012. Le partecipazioni italiane all'estero ed estere in Italia*, Rubbettino Editore, Soveria Mannelli, 2012.
- Mariotti S., Mutinelli M., Investimenti diretti esteri greenfield in Italia, 1998-2012, *Economia e Politica Industriale*, XXXI (2): 99-111, 2014.
- Mariotti S., Mutinelli M., Sansoucy L., *Italia Multinazionale 2014*, Rubbettino Editore, 2015.
- Mariotti S., Mutinelli M., Piscitello L., Le scelte localizzative delle imprese multinazionali in Italia: agglomerazione interna vs. agglomerazione esterna, *Scienze Regionali*, 16 (2): 201-228, 2017.
- Mariotti S., Onida F., Piscitello L., Foreign ownership and firm performance in Italy, in Huizinga H., Jonung L. (eds.), *The Internationalisation of Asset Ownership in Italy*, 308-334, Cambridge University Press: Cambridge, 2005.
- Mariotti S., Piscitello L., Elia S., Local Externalities and Ownership Choices in Foreign Acquisitions by Multinational Enterprises, *Economic Geography*, 90 (2): 187-211, 2014.
- Schilirò D., "Innovation And Performance Of Italian Multinational Enterprises Of The 'Fourth Capitalism' ", *Journal of Advanced Research in Management*, Association for Sustainable Education, Research and Science, 0 (2): 89-103, 2011.
- UNCTAD, *Aftercare. A core function in investment promotion*, Investment Advisory Series, Series A, No. 1. New York and Geneva: United Nations, 2007.
- UNCTAD, *World Investment Report 2011. Non-Equity Modes of International Production and Development*. United Nations: New York and Geneva, 2011.
- UNCTAD, *World Investment Report 2012. Towards a New Generation of Investment Policies*. United Nations: New York and Geneva, 2012.
- UNCTAD, *World Investment Report 2013. Global Value Chains: Investment and Trade for Development*. United Nations: New York and Geneva, 2013.
- UNCTAD, *World Investment Report 2014. Investing in the SDGs: An Action Plan*. United Nations: New York and Geneva, 2014.
- UNCTAD, *World Investment Report 2015. Reforming International Investment Governance*. United Nations: New York and Geneva, 2015.
- UNCTAD, *World Investment Report 2016. Investor Nationality: Policy Challenges*. United Nations: New York and Geneva, 2016.





UNCTAD, *World Investment Report 2017. Investment and the Digital Economy*. United Nations: New York and Geneva, 2017.



ISBN 978-88-98597-12-3



9

788898

597123