



ECONOMIA MARCHE Journal of Applied Economics

Vol. XLI, No.1, Giugno 2022

Fusioni e acquisizioni di imprese in Italia e nelle Marche. Tendenze, opportunità e questioni aperte.

V. Giannini, *Università Politecnica delle Marche, Italia*

D. Iacobucci, *Università Politecnica delle Marche, Italia*

M. Orci, *Università Politecnica delle Marche, Italia*

Sintesi

Il Rapporto analizza le operazioni di fusione e acquisizione di imprese realizzate in Italia e nelle Marche negli ultimi decenni. L'obiettivo della ricerca è verificare in quale misura le operazioni di fusione e acquisizione rappresentano strumenti di crescita dimensionale e di potenziamento strutturale delle imprese, in particolare quelle di piccola e media dimensione. L'ipotesi di fondo è che la crescita dimensionale e organizzativa di una parte delle imprese è la condizione necessaria per assicurare la capacità competitiva delle stesse e per sostenere lo sviluppo dell'intero sistema imprenditoriale. Lo studio è parte di un più generale progetto di ricerca sui gruppi d'impresa condotto dal Centro di Ricerca per l'Innovazione e l'Imprenditorialità dell'Università Politecnica delle Marche con il sostegno della Fondazione Aristide Merloni e della società Altovalore.net Srl.

JEL Classificazione: *G 34; L 25*

Parole chiave: *M & A; performance; crisi economico-finanziaria; Italia.*

Affiliazioni e attribuzioni

Valentina Giannini, Dipartimento di Ingegneria dell'informazione, Università Politecnica delle Marche, e-mail: v.giannini@univpm.it

Donato Iacobucci, Dipartimento di Ingegneria dell'informazione, Università Politecnica delle Marche, e-mail: d.iacobucci@univpm.it

Martina Orci, Dipartimento di Ingegneria dell'informazione, Università Politecnica delle Marche, e-mail: m.orci@pm.univpm.it

Executive summary

- 1) Il Censimento permanente delle imprese effettuato dall'ISTAT nel 2019 fa emergere chiaramente la tendenza verso un aumento della dimensione media delle imprese nel sistema produttivo italiano. Tra il 2011 e il 2018 si è rilevata una diminuzione dell'1,3% del numero di imprese (-13 mila) e un incremento dell'1,3% degli addetti (+160mila). E' aumentato il peso occupazionale delle imprese di grandi dimensioni (con 250 e più addetti).
- 2) Una delle forme di aggregazione formale più diffusa è l'appartenenza ad un gruppo di impresa. Questa forma consente alla singola unità di rimanere giuridicamente indipendente pur essendo parte, attraverso legami di proprietà, di un insieme di imprese controllate dallo stesso vertice. In questo modo si creano dei legami tra le diverse unità che permettono di ottenere vantaggi a livello produttivo, finanziario e di performance innovativa rispetto alle imprese che sono "isolate". I dati ISTAT segnalano un aumento della rilevanza dei gruppi nel corso degli anni, in particolare dopo la crisi economica-finanziaria del 2008-2009. Questo dato conferma i vantaggi dell'appartenenza a gruppo rispetto alle imprese isolate.
- 3) L'etichetta M&A (dall'inglese Mergers & Acquisitions) è riferita ad operazioni di finanza straordinaria che comportano acquisizioni, cessioni o fusioni tra le imprese. I soggetti interessati a queste operazioni possono essere principalmente di due tipi: a) imprese e gruppi; b) fondi di private equity. Un'impresa o un gruppo intraprende queste operazioni per finalità connesse al perseguimento di specifiche strategie produttive o di mercato. Infatti, un gruppo che acquisisce un'impresa, si pone generalmente l'obiettivo di incrementare e consolidare le proprie attività tramite sinergie con l'impresa acquisita. Un fondo di private equity, pur agendo per incrementare il valore dell'azienda, ha come obiettivo principale quello di massimizzare il ritorno dell'investimento effettuato nel medio termine (3-5 anni); ciò è ottenuto massimizzando la differenza fra il valore di acquisizione e il valore al momento dell'uscita (exit).
- 4) Le imprese italiane mostrano una tendenza sempre maggiore ad utilizzare varie forme di collaborazione e di aggregazione. Dai primi anni del 2000 ad oggi, in Italia sono state registrate quasi 40.000 operazioni di finanza straordinaria in cui almeno una delle parti coinvolte nell'accordo, acquirente o venditore, è un'impresa con sede principale nel territorio italiano. Su queste operazioni, le fusioni e acquisizioni di impresa rivestono un peso significativo rappresentando il 41% del totale, che corrisponde a oltre 16.000 operazioni in termini assoluti.
- 5) L'andamento registrato nelle Marche segue un trend di crescita decisamente superiore a quello medio italiano. Negli anni pre-pandemia (2018-2019) il numero medio di operazioni per anno era moltiplicato per quattro rispetto alla media dei primi anni 2000. Tuttavia, a causa del contenuto numero di operazioni realizzate si registrano variazioni negli anni più marcate rispetto alla media nazionale.
- 6) Le fusioni e acquisizioni mostrano un rallentamento nelle fasi di crisi (2008-2009 e 2020) e un'accelerazione nei periodi successivi. Nelle Marche il periodo di maggiore accelerazione è stato registrato fra il 2010 e il 2019. Vi è quindi da attendersi una ripresa del fenomeno nei prossimi anni. Questo quanto emerge dal report pubblicato agli inizi del 2022 sull'andamento delle operazioni di M&A da parte della società di consulenza EY Strategy and Transactions.
- 7) Nelle Marche fra il 2000 e il 2021 sono state realizzate oltre 600 operazioni di finanza straordinaria fra acquisizioni e fusioni, offerte pubbliche iniziali, accordi di private equity e di venture capital. Queste operazioni rappresentano circa l'1,4% del totale delle operazioni concluse da almeno un'impresa italiana. Questo peso è inferiore al peso economico della regione a causa della prevalenza di imprese di piccola dimensione e di modelli di proprietà e gestione familiare.
- 8) La maggior parte delle operazioni di finanza straordinaria ha riguardato imprese marchigiane con sede nelle province di Ancona e Pesaro Urbino. L'impresa acquirente nell'85% delle operazioni analizzate è un'impresa italiana, con sede nella Marche o in un'altra regione. La parte restante delle imprese

acquirenti ha sede all'estero. Con riferimento alle imprese acquisite da imprese marchigiane, invece, le imprese italiane sono circa il 90% del totale contro il 10% di quelle con sede all'estero.

- 9) Nella maggior parte dei casi analizzati le imprese estere hanno acquisito la quota di maggioranza delle imprese marchigiane. In molti casi il proprietario dell'impresa marchigiana acquisita mantiene una quota di minoranza nell'impresa ceduta. Questo facilita il passaggio dell'impresa, garantisce maggiore continuità del business e contribuisce a mantenere il legame con il territorio. La maggior parte delle imprese marchigiane acquisite ha continuato a operare nel contesto regionale dopo l'operazione di acquisizione incrementando il valore della produzione e gli occupati.
- 10) Nel periodo dal 2015 al 2019 si registra il maggior numero di acquisizioni all'estero da parte delle imprese del campione analizzato. Tuttavia, il numero delle società estere acquisite da imprese marchigiane risulta inferiore rispetto alle imprese marchigiane che, al contrario, sono state acquisite da società straniere. Le imprese marchigiane che hanno realizzato un'operazione di acquisizione e fusione all'estero sono fra quelle di maggiore dimensione, in termini di ricavi, nel contesto regionale. La gran parte delle operazioni è stata realizzata nel contesto europeo.

1. Introduzione

Quello presentato in queste pagine è il primo rapporto sulle operazioni di acquisizione e fusione di imprese realizzate nelle Marche negli ultimi decenni.

Lo studio è parte di un più generale progetto di ricerca sui gruppi d'impresa condotto dal Centro di Ricerca per l'Innovazione e l'Imprenditorialità dell'Università Politecnica delle Marche con il sostegno della Fondazione Aristide Merloni e della società Altovalore.net Srl. L'obiettivo della ricerca è quello di verificare in qual misura queste operazioni rappresentano strumenti di crescita dimensionale e di potenziamento strutturale delle imprese, in particolare quelle di piccola e media dimensione (PMI). L'ipotesi di fondo è che la crescita dimensionale e organizzativa di una parte delle imprese è la condizione necessaria non solo per assicurare la capacità competitiva delle stesse ma anche per sostenere lo sviluppo dell'intero sistema imprenditoriale.

Come noto, l'Italia e le Marche sono caratterizzate da un'elevata quota di imprese di piccola e piccolissima dimensione. A ciò si associa la prevalenza di modelli di governance e organizzativi di tipo familiare caratterizzati dall'elevata concentrazione della proprietà e dalla scarsa presenza di figure manageriali esterne. Tali modelli risultano di ostacolo alla necessaria separazione di ruoli fra proprietà e gestione e all'adozione di modelli organizzativi avanzati. Ciò limita la capacità innovativa e di crescita delle imprese - elementi sempre più rilevanti nell'attuale contesto competitivo - e stanno determinando una costante riduzione del numero delle imprese, in particolare quelle di minore dimensione. Da qui l'importanza delle operazioni di aggregazione; operazioni che consentono ad alcune imprese di crescere rapidamente, evitando ad altre la potenziale dispersione di capacità produttiva derivante da situazioni di crisi o da chiusure.

Il periodo di analisi preso in considerazione consente di esaminare in che modo il sistema delle imprese ha reagito alle difficoltà prodotte dalla crisi finanziaria internazionale del 2008-2009 e dall'attuale emergenza sanitaria. Questi shock esterni si sono sovrapposti a tendenze di più lungo periodo che impongono alle imprese la ricerca di un diverso equilibrio fra le esigenze di redditività economica e gli obiettivi di sostenibilità ambientale, sociale e di governance. L'evidenza empirica mostra una tendenza sempre maggiore delle imprese italiane alla collaborazione e all'utilizzo di forme di aggregazione più o meno formalizzata. Ciò è il risultato dell'importanza del networking fra imprese per condividere conoscenza e innovazione e per raggiungere economie di scala in specifiche funzioni.

Lo studio concentra l'attenzione sulle operazioni di aggregazione fra imprese che implicano il passaggio di quote proprietarie, di minoranza o di maggioranza; cioè quell'ambito di operazioni che viene di solito ricompreso all'interno del fenomeno delle fusioni e acquisizioni (M&A nell'acronimo inglese di

Mergers & Acquisitions). Lo studio riguarda quindi la dinamica dei gruppi di imprese, imprese cioè fra le quali si evidenziano legami di proprietà. Vengono per il momento lasciate sullo sfondo altre forme di aggregazione, quali le reti di imprese o le relazioni di filiera.

Dal punto di vista territoriale lo studio è focalizzato sulle Marche. Il tessuto produttivo e imprenditoriale delle Marche, caratterizzato dalla rilevanza delle produzioni manifatturiere e delle PMI, risulta di particolare interesse per esaminare le tendenze nelle operazioni di aggregazione e l'impatto che queste hanno avuto sul sistema delle imprese. In particolare, il rapporto esamina l'attrattività delle imprese marchigiane in termini di acquisizione e controllo da parte di gruppi esteri e, viceversa, la capacità delle imprese regionali di espandersi al di fuori dei confini nazionali.

Le informazioni relative alle operazioni di M&A sono state rilevate attraverso l'utilizzo del database Zephyr (della Bureau Van Dijk), che contiene informazioni su fusioni e acquisizioni aziendali (M&A), offerte pubbliche iniziali (IPO), accordi di private equity e operazioni di venture capital. Il database contiene informazioni sulle operazioni completate, ma anche su quelle in sospeso, ritirate, o semplicemente annunciate. I record delle transazioni descrivono sia le aziende acquirenti che quelle destinatarie, insieme a informazioni descrittive sulla transazione stessa. Le informazioni sono disponibili circa dal 2000.

Il rapporto è organizzato nel modo seguente. Nel paragrafo 2 è esaminato lo scenario italiano con riferimento all'evoluzione delle dimensioni d'impresa e allo specifico contesto delle imprese organizzate in gruppo. Il paragrafo 3 è focalizzato sulle operazioni di acquisizione e fusione e sulle motivazioni che possono favorirle. Nel paragrafo 4, prima di esaminare il caso marchigiano, viene fornito un quadro della presenza delle operazioni di M&A in Italia e della diffusione delle stesse a livello regionale. Il paragrafo 5 esamina la diffusione delle acquisizioni e fusioni nella regione Marche. Il paragrafo 6 presenta le principali conclusioni.

Il presente rapporto è stato elaborato da Valentina Giannini, Donato Iacobucci e Martina Orci, dell'Università Politecnica delle Marche.

2. Dimensione d'impresa e appartenenza a gruppi

2.1. La dimensione media delle imprese

Dal Censimento permanente delle imprese effettuato dall'ISTAT nel 2019 emerge chiaramente la tendenza verso un aumento della dimensione media delle imprese nel sistema produttivo italiano.

Il campione rappresentativo è di circa 280 mila imprese con 3 e più addetti che corrispondono al 24% delle imprese italiane, ma che contribuiscono all'84,4% del valore aggiunto nazionale, impiegano il 76,7% degli addetti e il 91,3% dei dipendenti. Esso, quindi fornisce un quadro sufficientemente rappresentativo del nostro sistema produttivo. La rilevazione diretta è stata realizzata tra maggio e ottobre del 2019, l'anno di riferimento dei dati acquisiti dalle imprese è il 2018.

Il 79,5% del totale sono microimprese (con 3-9 addetti), il 18,2% sono piccole imprese (10-49 addetti) mentre le medie (50-249 addetti) e le grandi imprese (con 250 addetti e oltre) rappresentano il 2,3% delle imprese osservate.

Per quanto riguarda la struttura e la dinamica del tessuto imprenditoriale, quello che è emerso è un calo del numero delle imprese ma un aumento di quello degli addetti. Tra il 2011 e il 2018, a parità di campo di osservazione si rileva una diminuzione dell'1,3% del numero di imprese (-13 mila) e un incremento dell'1,3% degli addetti (+160mila).

L'evoluzione della struttura dimensionale delle imprese ha mostrato una flessione del numero di microimprese (3-9 addetti) e della relativa occupazione tra il 2011 e il 2018, il che ha determinato un incremento della dimensione media. Nello stesso periodo è aumentato il peso occupazionale delle imprese di grandi dimensioni (con 250 e più addetti), passato dal 27,0% del 2011 al 28,3% del 2018 (era il 26,8% nel 2001); l'incremento è stato trainato principalmente dalle imprese con 500 e più addetti.

Come noto, il sistema produttivo italiano si caratterizza per la presenza consistente di imprese controllate da una persona fisica o da una famiglia: con riferimento al 2018, esse rappresentano il 75,2% delle unità produttive italiane con almeno 3 addetti e il 63,7% di quelle con 10 addetti e oltre.

All'aumentare della dimensione dell'impresa si rileva una diminuzione della presenza del controllo individuale e familiare, che tuttavia è presente in maniera significativa anche nelle dimensioni di impresa più elevate. Inoltre, per più di una impresa su due (l'80% circa nel caso delle grandi) la gestione manageriale è associata all'appartenenza dell'azienda a un gruppo d'impresa.¹ Da un punto di vista settoriale e territoriale le differenze risultano piuttosto contenute. La presenza del controllo familiare caratterizza più della metà delle unità in oltre due terzi dei settori produttivi e sono diffuse su tutto il territorio, risultando una realtà più rilevante in alcuni settori tradizionali manifatturieri, come il tessile e abbigliamento e l'alimentare, e in alcuni settori del terziario, oltre alle imprese commerciali e a quelle dei servizi di alloggio e ristorazione.

La Tabella 1 mostra sia la presenza della gestione manageriale sia la quota di imprese interessata da passaggio generazionale per dimensione di impresa.

Tabella 1 - Distribuzione delle imprese italiane per dimensione e tipo di controllo

CLASSE DI ADDETTI	Totale imprese	IMPRESE CONTROLLATE DA UNA PERSONA FISICA O DA UNA FAMIGLIA			
		Numero	%	Gestione manageriale (% imprese)	Passaggio generazionale tra il 2013 e il 2018 (% imprese)
3-9	821.341	642.069	78,2	-	8,0
10-49	187.734	123.239	65,6	2,6	12,1
50-249	21.101	10.772	51,0	9,2	14,7
250 E OLTRE	3.561	1.318	37,0	21,2	14,6
TOTALE	1.033.737	777.398	75,2	3,3	8,8

Fonte: ISTAT 2020

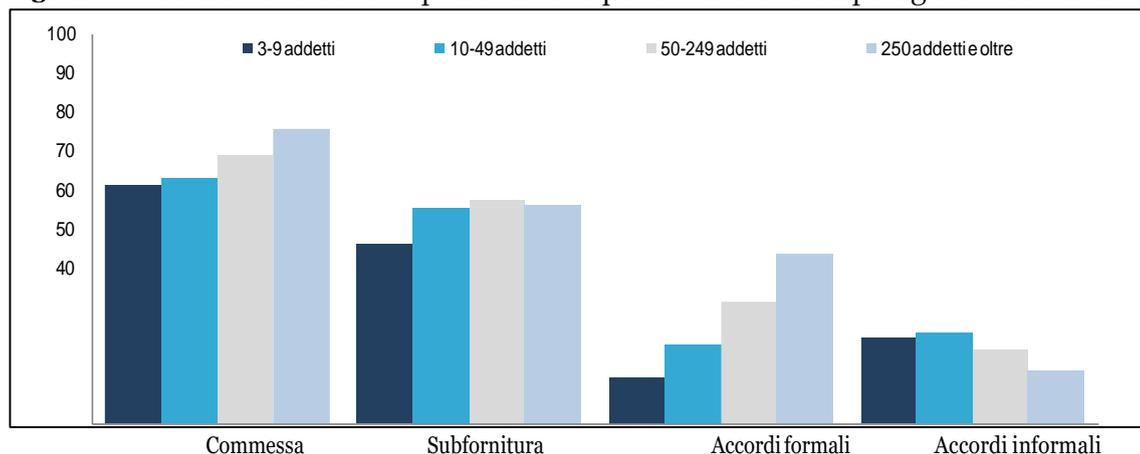
È interessante anche esaminare la propensione e la capacità delle imprese italiane a creare reti e relazioni con altre imprese. Infatti, il Censimento ha rilevato che, indipendentemente dalla eventuale appartenenza a un gruppo, nel 2018 oltre la metà delle imprese (con almeno 3 addetti) ha dichiarato di intrattenere relazioni produttive stabili, di tipo contrattuale o informale, con altre aziende o istituzioni. Il fenomeno ha una evidente connotazione dimensionale e settoriale. Infatti, la propensione ad attivare accordi produttivi aumenta al crescere della dimensione d'impresa.

I rapporti di commessa e subfornitura sono largamente utilizzati dalle imprese di tutte le dimensioni (più del 60%). L'attivazione di relazioni governate da strutture formali è, invece, molto legata alla grande dimensione, coinvolgendo circa il 44% delle grandi imprese e l'11% delle micro (i.e. consorzi, joint ventures, franchising, associazioni temporanee d'impresa etc.).

¹ Per gruppo di imprese si intende un insieme di imprese giuridicamente distinte ma controllate da uno stesso vertice attraverso il possesso di quote di partecipazione, dirette o indirette, nelle stesse.

La Figura 1 mostra le principali tipologie di relazioni tra imprese per classe di addetti.

Figura 1 - Distribuzione delle imprese italiane per dimensione e tipologia di relazione fra imprese



Fonte: ISTAT 2020

Dal punto di vista territoriale, la presenza di relazioni produttive non si differenzia in misura significativa tra le diverse aree del Paese, anche se le prime quindici province per frequenza di imprese con relazioni appartengono tutte a regioni settentrionali (ISTAT, 2020).

L'attivazione di reti fra imprese è la conseguenza di diverse motivazioni. La principale, in quasi tutti i macrosettori, è legata alla necessità di facilitare le possibilità di accesso a nuovi mercati o segmenti di mercato (per circa il 37% delle imprese di industria e commercio e il 31% di quelle di costruzioni e terziario). Altrettanto diffuse (con percentuali comprese tra circa il 30 e il 35%) appaiono anche le finalità di contenimento dei costi di produzione, soprattutto per le imprese industriali e delle costruzioni.

Nonostante il fattore "internazionalizzazione" non costituisca una finalità principale delle relazioni produttive, può tuttavia rappresentarne una precondizione o una strategia complementare. Le imprese con relazioni dichiarano infatti di svolgere la propria attività su un mercato di riferimento tendenzialmente più vasto rispetto a quello delle aziende "isolate". I dati del Censimento mostrano infatti che tra le imprese con almeno 10 addetti, oltre una impresa isolata su due (il 54% circa) è attiva sul solo mercato locale (di estensione al massimo regionale), a fronte di circa un terzo delle imprese con relazioni. Il contrario avviene nel caso di unità il cui mercato di riferimento percepito è di dimensioni nazionali (circa 30% delle unità con relazioni e circa 20% delle isolate) o internazionali (rispettivamente circa 34% e 25%).

L'ISTAT, integrando le informazioni qualitative sulle strategie d'impresa con quelle contenute nei registri statistici estesi ha rilevato come la capacità di attivare relazioni di collaborazione produttiva abbia un impatto positivo sulla performance aziendale. In ogni macrosettore e in ogni classe dimensionale le imprese che intrattengono relazioni presentano livelli di produttività del lavoro (misurata in termini di valore aggiunto per addetto) superiori a quelli delle imprese "isolate", con divari più ampi nel caso delle aziende di minore dimensione.

2.2. Le aggregazioni e i gruppi

Come abbiamo visto, ci possono essere diverse forme di aggregazioni tra le imprese, che possono essere più o meno formalizzate, anche in base alla struttura dimensionale. Una delle forme di aggregazione formale più diffusa è l'appartenenza ad un gruppo di impresa (Bianco and Nicodano, 2006; Samphantharak, 2006; Gorodnichenko et al., 2009; Khanna and Yafeh, 2005). Questa forma consente alla singola unità di rimanere giuridicamente indipendente pur essendo parte, attraverso legami di proprietà, di un insieme di imprese controllate dallo stesso vertice² (Almeida and Wolfenzon, 2006). La forma del gruppo non interessa solo le grandi imprese ma anche quelle di piccola e media dimensione (Iacobucci, 2012). In questo modo si creano dei legami tra le diverse unità che permettono di ottenere vantaggi a livello produttivo, finanziario e di performance innovativa rispetto alle imprese che sono "isolate" (Khanna and Yafeh, 2007; Hamelin, 2011; Belenzon and Berkovitz, 2010; Lee et al., 2009). Il gruppo può essere considerato a tutti gli effetti come un'unica impresa, in quanto rispondente ad una logica strategica unitaria.

Data la diffusione e la rilevanza di questa forma, l'ISTAT dedica un report specifico ad essa. L'ultimo rapporto è stato pubblicato nel 2020 con riferimento ai dati del 2018, come per il Censimento delle imprese. Quello che emerge è un aumento della rilevanza nel corso degli anni della presenza dei gruppi. Questo dato conferma i vantaggi dell'appartenenza a gruppo sopra menzionati rispetto alle imprese isolate.

Le analisi emerse hanno infatti mostrato che un impatto significativo sulla crescita del sistema produttivo viene determinato dalle imprese organizzate in gruppi, che generano il 62,7% del totale del fatturato (+2,8% sul 2017) e il 55,9% del valore aggiunto (+2%).

La produttività media delle imprese è più elevata nei gruppi multinazionali con vertice residente in Italia (92 mila euro) rispetto a quelli con vertice all'estero (90 mila euro) e a quelli domestici (57 mila euro). Il 3,5% delle imprese è organizzato in strutture di gruppo che occupano circa un terzo degli addetti. In valori assoluti sono circa 152 mila imprese (circa 100 mila gruppi). Il 2,1% delle imprese appartenenti a gruppi ha 250 addetti e oltre, occupa il 59,5% degli addetti e produce il 59,3% del valore aggiunto.

Nel 10,7% dei casi i gruppi sono controllati da un soggetto residente all'estero e per il restante 89,3% da soggetti residenti in Italia. I gruppi domestici rappresentano il 79,8% del totale dei gruppi.

La dimensione media delle imprese appartenenti a gruppi è di 38,4 addetti, contro una dimensione media del totale delle imprese di 3,9 addetti.

L'appartenenza ad un gruppo può permettere alle imprese affiliate di migliorare le loro prestazioni rispetto alle corrispondenti imprese "isolate". Infatti, uno studio condotto dall'ISTAT nel 2015 ha mostrato come nel periodo post crisi economica e finanziaria (in particolare la crisi domestica che ha colpito l'Italia tra il 2010 e 2012) ci sia stato un aumento dei gruppi di imprese. Dal 2015 al 2018 siamo passati da circa 90 mila gruppi a circa 100 mila e la tendenza è a crescere.

Lavori di ricerca sulla presenza dei gruppi confermano sia l'aumento del loro peso sia l'impatto positivo in termini di crescita e performance delle imprese che ne fanno parte (Hamelin, 2011; Belenzon and Berkovitz, 2010; Khanna and Yafeh, 2007). Inoltre, l'appartenenza a un gruppo permetterebbe alla singola impresa di accedere più facilmente a risorse finanziarie (Cainelli et al., 2019a; Fan et al., 2005; Belenzon et al., 2013) grazie alla possibilità di condividere un mercato finanziario interno (i.e. mercato interno dei capitali) o di ottenere un finanziamento esterno (ad esempio un prestito bancario) grazie alla garanzia data dal gruppo stesso (Gopalan et al., 2007). Non solo, studi recenti hanno evidenziato come l'affiliazione garantirebbe una maggiore capacità di sopravvivenza della singola impresa in caso di shock esterni (come una crisi economica-finanziaria) (Cainelli et al., 2019).

Il gruppo di impresa si può espandere anche attraverso il fenomeno delle acquisizioni. In particolare, la capogruppo (o controllante) può decidere di inglobare totalmente un'unità (controllo 100%), oppure decidere di optare per un controllo di maggioranza (>50% ma non controllo totalitario) o di minoranza (<50%). Nel paragrafo successivo ci focalizzeremo più in generale sul fenomeno delle M&A (acquisizioni e fusioni) e sulle motivazioni che portano a ricorrere a questo tipo di operazioni.

² Il vertice controllante un gruppo può essere costituito da persone fisiche, da enti pubblici o da un azionariato diffuso. La prima possibilità è la più frequente mentre l'ultima è praticamente assente nel nostro paese. Generalmente le persone al vertice di un gruppo non detengono direttamente le azioni o quote delle imprese del gruppo ma si servono di una società capogruppo o di una holding.

3. Fusioni e Acquisizioni (M&A)

L'etichetta M&A (dall'inglese Mergers & Acquisitions) è generalmente riferita ad operazioni di finanza straordinaria che comportano acquisizioni, cessioni o fusioni tra le imprese. I soggetti interessati a queste operazioni possono essere principalmente di due tipi: a) imprese e gruppi; b) fondi di private equity.

In linea di massima le motivazioni che spingono le imprese ad effettuare una delle tre operazioni di M&A, sono differenti da quelle che spingono un fondo di investimento. Un'impresa o un gruppo intraprende queste operazioni per finalità connesse al perseguimento di specifiche strategie produttive o di mercato (Caiazza and Volpe, 2015). Infatti, un gruppo che acquisisce un'impresa, si pone generalmente l'obiettivo di incrementare e consolidare le proprie attività tramite sinergie con l'impresa acquisita.

Un fondo di private equity, pur agendo per incrementare il valore dell'azienda, ha come obiettivo principale quello di massimizzare il ritorno dell'investimento effettuato nel medio termine (3-5 anni); ciò è ottenuto massimizzando la differenza fra il valore di acquisizione e il valore al momento dell'uscita (exit).

Considerando le operazioni di acquisizione nelle opposte prospettive dell'acquirente e del venditore e tenendo conto delle due tipologie di soggetti coinvolti si delineano quattro diversi scenari. Ad essi vanno aggiunte le motivazioni che possono indurre imprese o fondi di private equity a fondere le imprese acquisite o in portafoglio.

1 - Motivazioni che spingono un'impresa o un gruppo ad acquistare un'altra impresa

- Sinergie con l'azienda acquisita, di carattere commerciale, di know-how, logistica e di altra natura o conseguimento di economie di scala.
- L'incremento della dimensione e dei flussi di cassa consente di aumentare gli investimenti in progetti di sviluppo di R&S, marketing strategico, internazionalizzazione, digitalizzazione, green economy, etc.
- L'incremento della dimensione aziendale facilita l'ingresso di nuovi soci e può preludere a percorsi di quotazione (IPO).
- L'incremento della dimensione e del numero di imprese può facilitare l'assunzione di dirigenti e amministratori esterni al vertice controllante cui delegare parte della gestione strategica e operativa.
- Un'azienda maggiormente strutturata e diversificata fornisce migliori garanzie di continuità nel tempo e rappresenta una tutela per il passaggio generazionale.
- Un'azienda dimensionalmente più grande risulta maggiormente attrattiva nei confronti di potenziali finanziatori, del personale dipendente e dei clienti, ha maggiore potere contrattuale con i fornitori.
- Un'azienda di dimensioni maggiori, a parità di *ebitda margin*, è generalmente valutata con un *enterprise value* più elevato.
- In caso si proceda alla vendita, un'azienda dimensionalmente più grande attrae un più ampio numero di investitori interessati. I fondi generalmente non investono in aziende piccole.

2 - Motivazioni che spingono i proprietari di un'impresa a cedere il controllo

- Problematiche connesse al passaggio generazionale, in assenza di congiunti diretti in azienda o in mancanza di attitudine degli stessi a condurre l'impresa.
- Incremento del peso dell'attività di gestione dell'azienda, a seguito dell'aumento della complessità e delle problematiche connesse sia all'ordinaria che alla straordinaria amministrazione. L'obiettivo dell'imprenditore, in questi casi, è quello di migliorare la propria qualità della vita alleggerendosi, in tutto o in parte, delle responsabilità della gestione aziendale.
- Situazioni di crisi aziendale che necessitano una rilevante immissione di capitale di rischio esterno oltre che accresciute capacità gestionali e di mercato.

- Nel caso di un'impresa appartenente a gruppo la sua cessione può essere il risultato di una ristrutturazione del portafoglio dei business del gruppo o della necessità di reperire risorse finanziarie.

3 - Motivazioni che spingono un fondo ad acquistare un'impresa

- L'obiettivo dei fondi di private equity è di carattere finanziario. L'impresa viene acquistata se si ritiene di poterne aumentare il valore in un arco temporale di medio periodo (3-5 anni) dopo il quale disinvestire.
- Il fondo preferisce entrare nel capitale di aziende di grande dimensione poiché le risorse professionali impiegate per la valutazione e per la successiva gestione sono pressoché le stesse a prescindere dalla dimensione, mentre l'incremento di valore è proporzionale a quest'ultima.
- Il fondo può essere interessato ad aziende più piccole di dimensioni se il progetto prevede di ottenere una massa critica elevata tramite operazioni di fusione tra più aziende dello stesso settore merceologico.

4 - Motivazioni che spingono un fondo a vendere

- Vendere le imprese per realizzare plusvalenze patrimoniali rientra nella fisiologia operativa dei fondi di private equity. La vendita (exit) avviene generalmente dopo 3/5 anni dal momento dell'acquisto.
- L'obiettivo del fondo è quello di massimizzare il ritorno dell'investimento. Il fondo dispone di diverse strategie volte ad incrementare il valore dei propri asset e spesso non si limita solo a favorire lo sviluppo dell'azienda che ha acquistato. Il fondo può anche perseguire un progetto che preveda l'aggregazione di una serie di imprese e, ottenuta la necessaria dimensione di gruppo, percorrere la via della quotazione in borsa (IPO) per poi procedere all'exit.

Motivazioni che spingono ad operazioni di fusione

Le operazioni di fusione possono avvenire a seguito di un'operazione di acquisizione nel caso in cui la società acquirente non ritiene utile mantenere l'autonomia giuridica della società acquisita.

Nel caso di imprese già appartenenti allo stesso gruppo la decisione di procedere alla fusione di un'impresa con un'altra può essere determinata dall'obiettivo di consolidare la struttura aziendale e semplificare la governance e la struttura organizzativa. La fusione può essere uno strumento efficace per operazioni di ristrutturazione aziendale, con l'obiettivo di snellire le strutture organizzative e ridurre i costi.

In entrambe le situazioni le operazioni di fusione possono essere indotte o facilitate dalla possibilità di ottenere benefici fiscali per le imprese oggetto della fusione.

Le operazioni di fusione fra imprese possono essere intraprese anche a seguito di acquisizione da parte di un fondo di private equity se vi è un interesse a fondere aziende in portafoglio con altre in acquisizione. Ciò potrebbe derivare dall'obiettivo di perseguire una crescita in tempi più rapidi che procedendo per linee interne. La finalità ultima del fondo rimane sempre quella della massimizzazione del ritorno dell'investimento al momento della exit. Anche in questo caso vi possono essere vantaggi di natura fiscale che incentivano l'operazione di fusione.

Il post acquisizione

Oltre alle differenze nelle motivazioni, vi sono delle rilevanti differenze fra imprese e fondi nelle funzioni svolte successivamente all'operazione di acquisizione. Nel caso di un'operazione in cui sia coinvolto un fondo la gestione operativa viene delegata a manager professionali con le competenze e le conoscenze adatte a guidare l'organizzazione. Questi ultimi possono essere anche i proprietari che hanno

ceduto l'impresa e che rimangono temporaneamente coinvolti nella gestione.

Nel caso di un'operazione in cui sia coinvolto un fondo, la gestione operativa, il c.d. day by day, viene generalmente lasciato al management aziendale esistente. Laddove figure apicali come quella dell'imprenditore (che, in molte PMI ricopre anche il ruolo di manager) siano previste lascino l'azienda, si deve garantire la continuità aziendale legando l'uscita di quest'ultimo al passaggio di consegne verso un manager identificato di comune accordo, da selezionare nel personale dell'azienda o da assumere ex novo. Il fondo parteciperà allo sviluppo dell'azienda utilizzando le potenzialità commerciali della sua rete di contatti, procurando finanza per progetti d'investimento, introducendo manager professionali. Nel caso in cui i precedenti proprietari rimangono coinvolti nella gestione, il fondo richiederà la maggioranza nel CdA e si riserverà il diritto di nomina o di veto di alcuni dirigenti chiave (quali il Direttore Generale o il CFO), mentre lascerà una quota di minoranza agli ex proprietari affinché essi siano incentivati a non diminuire l'impegno per lo sviluppo dell'impresa.

Quando l'operazione di acquisizione è condotta da un'impresa o un gruppo, quest'ultimo tende ad acquisire il 100% dell'impresa target poiché, a differenza del fondo, è in grado di condurre l'azienda anche nella gestione operativa. Ciò anche perché le aziende acquisite appartengono generalmente allo stesso settore o a settori contigui della società o del gruppo acquirente.

Anche in questi casi non è inusuale che sia lasciata agli ex proprietari una minoranza di quote societarie e ruoli nell'amministrazione e nella gestione.

Vi sono diverse clausole contrattuali tipiche delle operazioni di M&A che coinvolgono un fondo di investimento.

Una delle principali è la clausola *drag along*, che obbliga l'imprenditore a vendere la quota di minoranza nel momento in cui il fondo vende la propria maggioranza. L'attivazione dell'opzione in questione è necessaria nel caso in cui l'azienda sia venduta ad un'impresa che intende acquisire il 100% delle quote societarie.

Al contrario, la clausola *tag along* viene prevista a tutela dell'imprenditore che dispone della minoranza. Questa opzione obbliga il fondo a vendere l'intero 100% allo stesso prezzo e a identiche condizioni.

Il fondo è motivato ad effettuare l'operazione se ritiene di poter valorizzare la propria quota avendo in possesso gli strumenti per favorire una crescita aziendale rilevante. Alla chiusura del progetto, l'obiettivo è quello di ottenere un'azienda di valore più elevato e dotata di un'organizzazione e una struttura professionale di livello superiore rispetto alla condizione iniziale.

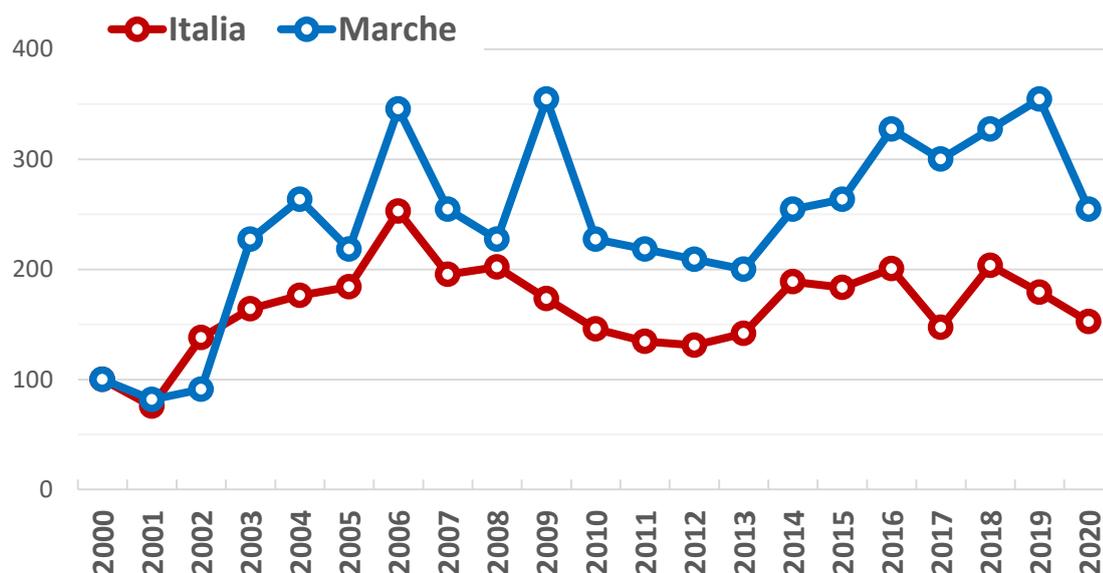
4. Fusioni e Acquisizioni

Negli ultimi anni il fenomeno delle fusioni e acquisizioni di impresa ha conquistato grande attenzione nel contesto nazionale e locale. Le imprese italiane mostrano una tendenza sempre maggiore ad utilizzare varie forme di collaborazione e di aggregazione fra imprese.

Dai primi anni del 2000 ad oggi, in Italia sono state registrate quasi 40.000 operazioni di finanza straordinaria in cui almeno una delle parti coinvolte nell'accordo, acquirente o venditore, è un'impresa con sede principale nel territorio italiano. Tra tali operazioni sono considerate le fusioni e acquisizioni (M&A), le offerte pubbliche iniziali (IPO), gli interventi di private equity e il venture capital. Su queste operazioni, le fusioni e acquisizioni di impresa rivestono un peso significativo rappresentando il 41% del totale, che corrisponde a oltre 16.000 operazioni in termini assoluti.

La Figura 2 mostra l'andamento del numero di operazioni di finanza straordinaria concluse da imprese italiane nel periodo dal 2000 al 2020.

Il trend italiano è posto a confronto con quello registrato nella regione Marche, che verrà approfondito nel paragrafo successivo. In tale sede si osserva che l'andamento registrato dalle imprese marchigiane segue il trend italiano. Si deve considerare che nell'analisi dei dati sono state considerate solo le operazioni completate e non quelle annunciate che risultano ancora in fase di realizzazione.

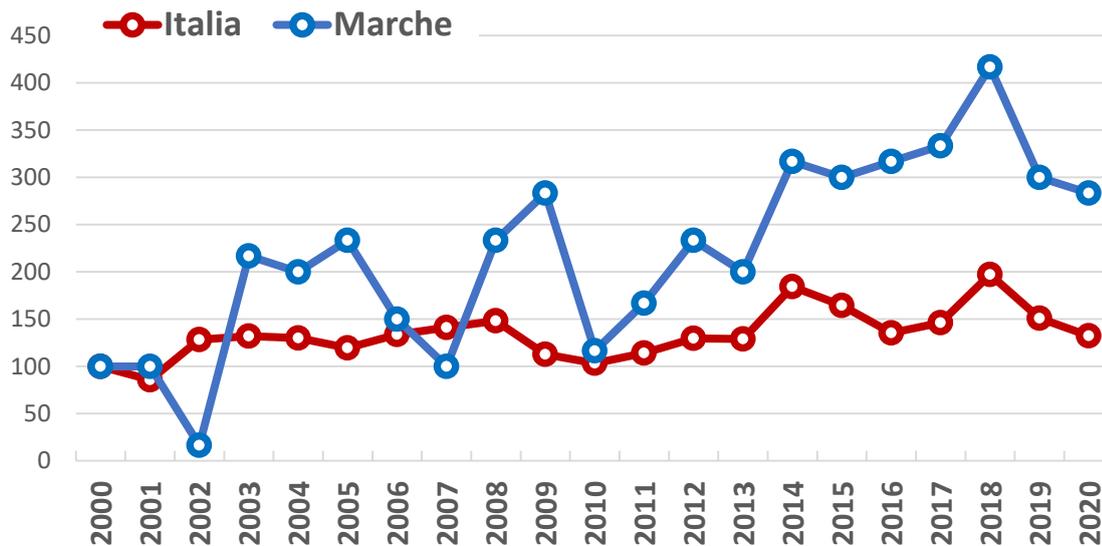
Figura 2 - Operazioni di finanza straordinaria in Italia e nelle Marche (2000-2020)

Fonte: elaborazione su dati Zephyr

Nel 2020 risulta evidente l'impatto della crisi pandemica sul numero di operazioni completate. Infatti, si osserva una contrazione del numero di tali operazioni. Precedentemente, un rallentamento delle operazioni di finanza straordinaria era stato registrato in corrispondenza degli anni della crisi economico finanziaria del 2008-2009 e della crisi economica interna 2011-2012. Dal 2014 si osserva, invece, una ripresa delle operazioni. In termini assoluti, nel periodo precedente la crisi del 2009 in Italia sono state registrate in media 1755 operazioni di finanza straordinaria l'anno. Dal 2010 sono state registrate in media 1673 operazioni all'anno. Nello specifico contesto marchigiano la media delle operazioni di finanza straordinaria registrate in un anno è passata da 24, nel periodo pre-crisi, a 28 nel periodo successivo alla crisi.

Nella Figura 3 si osserva l'andamento specifico delle operazioni di fusione e acquisizione nel periodo 2000-2020. In rosso sono indicate le operazioni in cui almeno un'impresa ha la sede principale in Italia e in blu quelle concluse da imprese marchigiane. L'andamento registrato nelle Marche segue il trend italiano, tuttavia, a causa del contenuto numero di operazioni realizzate si registrano dei picchi più marcati rispetto al trend generale italiano. Come osservato nel grafico precedente, le fusioni e acquisizioni hanno registrato un rallentamento nel 2020.

La situazione di incertezza sull'evoluzione della pandemia ha rallentato la chiusura di operazioni già avviate prima della crisi e ha rimandato quelle in fase di studio, soprattutto le operazioni fra imprese di diversi Paesi. Nel confronto con la crisi precedente, si osserva un rallentamento delle fusioni e acquisizioni negli anni della crisi, 2009-2010, e una ripresa negli anni successivi con picchi nel 2014 e 2019. In termini assoluti, in Italia nel periodo precedente la crisi finanziaria del 2009 sono state registrate in media 642 operazioni di fusione acquisizione all'anno. Nel periodo successivo a tale crisi il numero medio di operazioni registrate in un anno è salito a 743. Anche nel contesto marchigiano il numero medio di fusioni e acquisizioni ha registrato un incremento passando da 10 operazioni all'anno nel periodo pre-crisi a 16 operazioni nel periodo successivo.

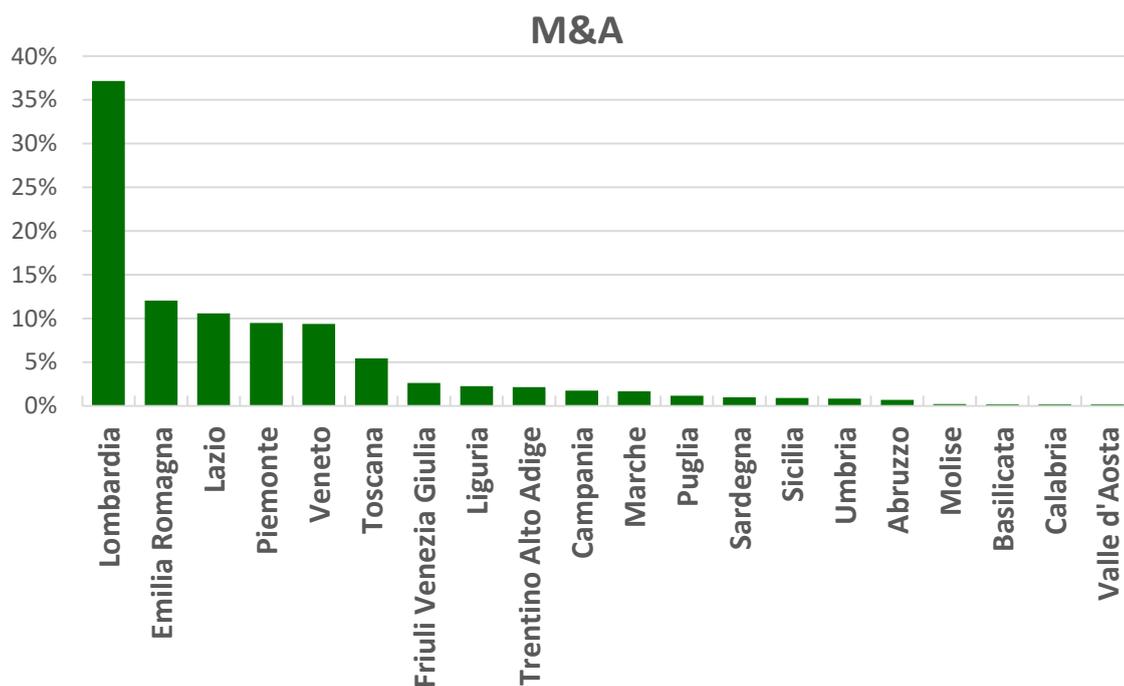
Figura 3 – Fusioni e acquisizioni in Italia e nelle Marche (2000-2020)

Fonte: elaborazione su dati Zephyr

Come osservato nelle due figure precedenti, il numero di operazioni di aggregazione fra imprese non registra una crescita significativa nei periodi di crisi, al contrario, tende ad aumentare negli anni successivi alla crisi. Questo si spiega con il fatto che le aziende, durante i periodi di crisi, si concentrano più sul riassetto imprenditoriale interno che su operazioni esterne; una seconda motivazione è data dal fatto che il valore delle quote societarie (equity value) è minore e, generalmente, per non vendere ad un prezzo troppo basso, la proprietà tende a rimandare queste operazioni che possono rappresentare per le imprese una risposta a periodi di shock esterni come la crisi economico finanziaria o la crisi pandemica.

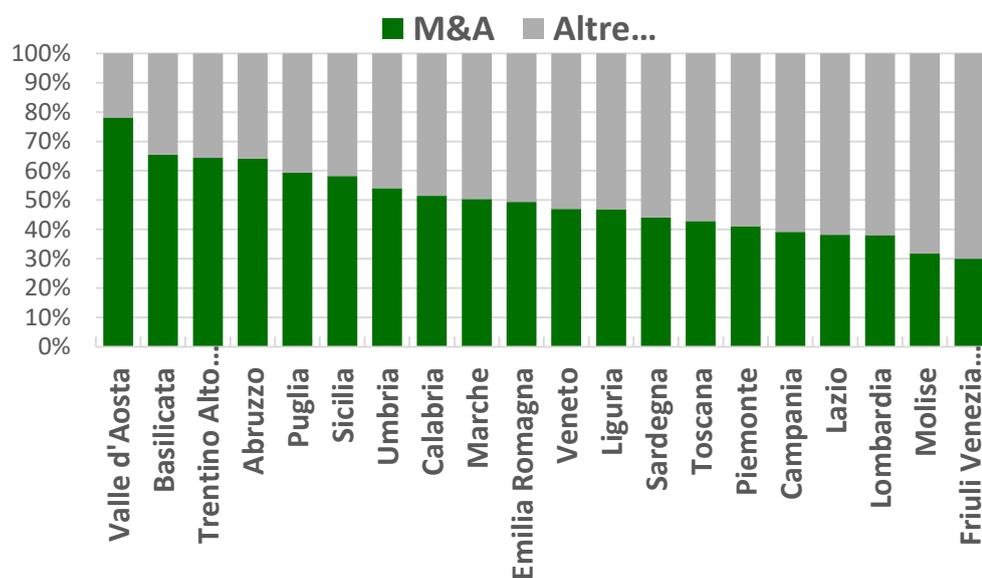
A livello territoriale, un numero considerevole di operazioni di fusione e acquisizione è registrato da imprese che hanno sede nelle regioni dell'Italia settentrionale (vedi Figura 4). Oltre la metà delle operazioni di fusione e acquisizione sono state concluse da imprese che hanno sede in tre regioni: Lombardia (37% sul totale delle M&A italiane), Emilia-Romagna (12%) e Lazio (11%). Seguono il Piemonte (9,5%), il Veneto (9,4%) e la Toscana (5,4%). Nelle altre regioni il numero di questo tipo di operazioni risulta piuttosto contenuto. Si deve considerare che la Lombardia e il Lazio, che registrano il maggior numero di operazioni di M&A, sono anche le regioni con il maggior numero di imprese registrate al Registro delle Imprese.

Infatti, secondo i dati di Infocamere, al 30 settembre 2021 in Lombardia risultavano registrate 959.961 imprese, 651.922 in Lazio e 451.740 in Emilia-Romagna.

Figura 4 – Operazioni di fusione e acquisizione d’impresa per regione (2000-2021)

Fonte: elaborazione su dati Zephyr

Secondo i dati tratti dal database Zephyr, le fusioni e le acquisizioni rappresentano circa il 41% del totale delle operazioni di finanza straordinaria concluse da imprese italiane. La Figura 5 mostra l’incidenza percentuale delle fusioni e acquisizioni sul totale delle operazioni di finanza straordinaria. In Lombardia, nonostante in termini assoluti si registra un elevato numero di fusioni e acquisizioni, queste operazioni rappresentano il 38% del totale. Un’incidenza simile si osserva nel caso del Lazio, invece, in alcune regioni come la Valle d’Aosta le fusioni e acquisizioni sono la tipologia di operazione prevalente fra imprese. Nella regione Marche le fusioni e acquisizioni sono circa il 50% sul totale delle operazioni regionali.

Figura 5 – Operazioni di M&A sulle operazioni di finanza straordinaria per regione (2000-2021)

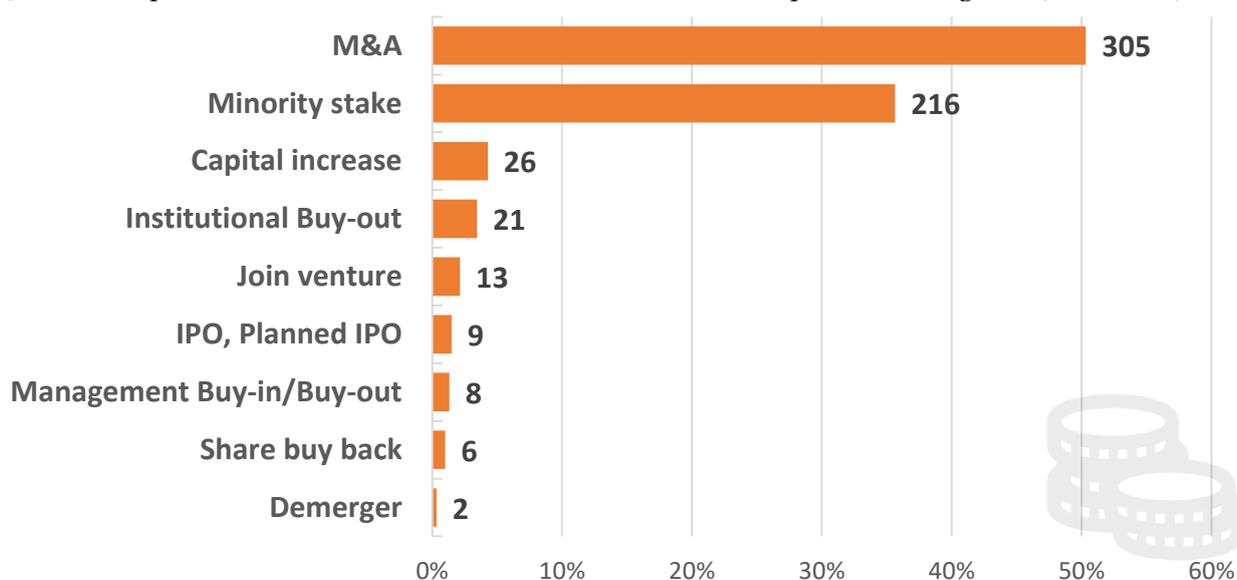
Fonte: elaborazione su dati Zephyr

5. Fusioni e acquisizioni nelle Marche

Secondo i dati del database Zephyr, nelle Marche sono state realizzate oltre 600 operazioni di finanza straordinaria fra acquisizioni e fusioni, offerte pubbliche iniziali, accordi di private equity e di venture capital. Queste operazioni rappresentano circa l'1,4% del totale delle operazioni concluse da almeno un'impresa italiana.

Come mostra la Figura 6, le fusioni e acquisizioni hanno un peso significativo nel contesto marchigiano; esse, infatti, rappresentano circa la metà di tutte le operazioni di finanza straordinaria completate. Seguono le partecipazioni di minoranza (minority stake) che rappresentano circa il 36% del totale.

Figura 6 – Operazioni di finanza straordinaria concluse da imprese marchigiane (2000-2021)

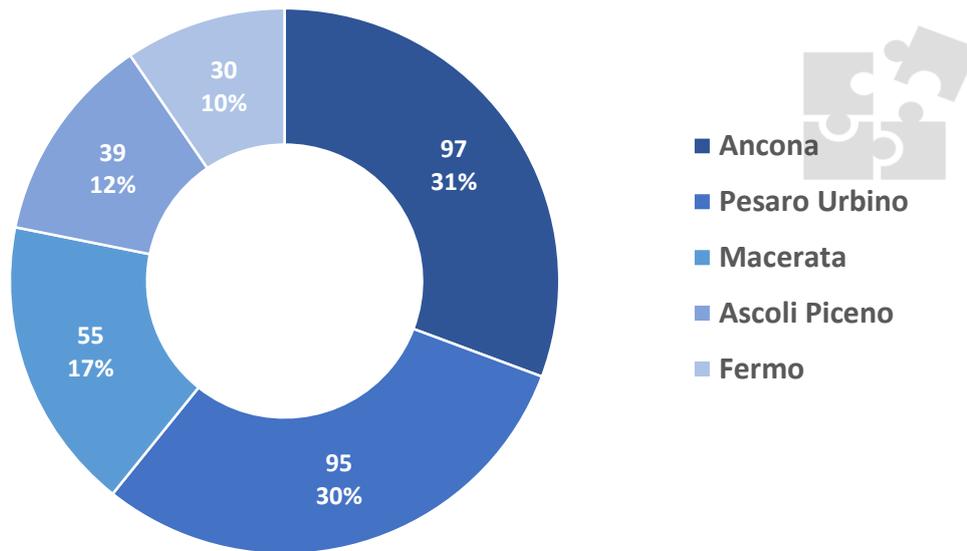


Fonte: elaborazione su dati Zephyr

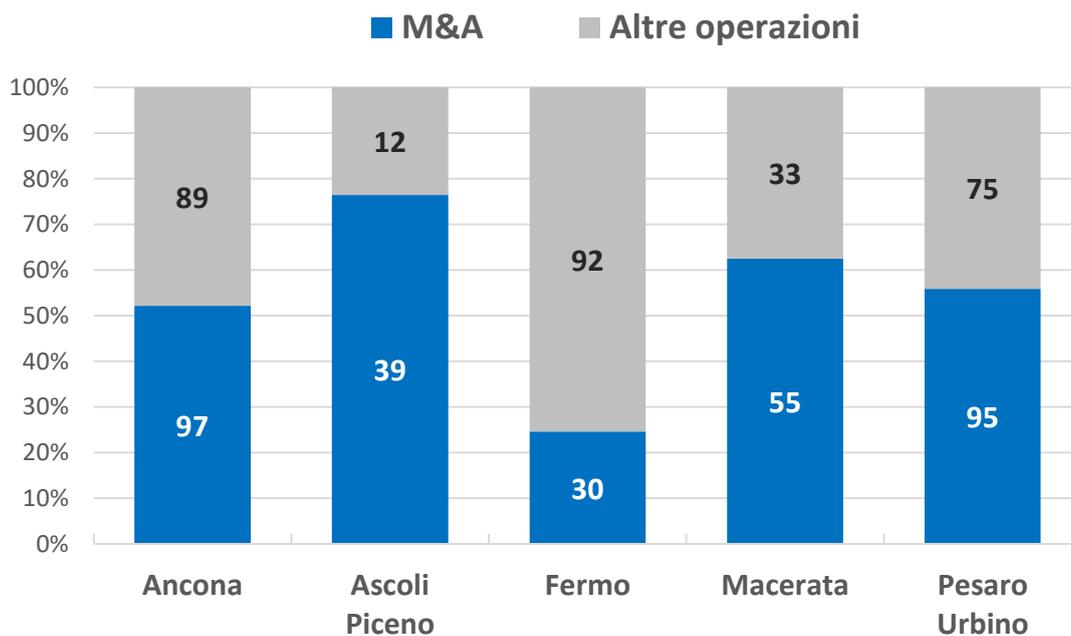
A livello territoriale, la maggior parte delle operazioni di finanza straordinaria ha riguardato imprese marchigiane con sede nelle province di Ancona e Pesaro Urbino. In particolare, circa il 30% delle operazioni di fusione e acquisizione è stato registrato nella provincia di Ancona, seguita da Pesaro Urbino, Macerata, Ascoli Piceno e Fermo (Figura 7). In alcune province, come Ascoli Piceno e Macerata, le fusioni e acquisizioni rappresentano la principale tipologia di operazione di aggregazione fra imprese. Al contrario, nella provincia di Fermo le fusioni e acquisizioni hanno un minore peso sul totale in quanto prevalgono altre forme di finanza straordinaria (Figura 8).

Si ricorda che l'analisi si riferisce alle operazioni di fusione e acquisizione completate in cui almeno una parte dell'accordo, acquirente e/o venditore, è un'impresa con sede nella regione Marche. Si possono, quindi, verificare tre diverse situazioni. La prima situazione si verifica quando sia l'impresa acquirente sia quella venditrice sono marchigiane. La seconda situazione riguarda le operazioni concluse fra un'impresa marchigiana e un'impresa italiana con sede in un'altra regione. Questo è il caso più diffuso tra quelli analizzati. La terza situazione si verifica nel caso in cui una delle due imprese dell'accordo ha sede in un Paese estero.

L'impresa acquirente nell'85% delle operazioni analizzate è un'impresa italiana, con sede nella Marche o in un'altra regione. La parte restante delle imprese acquirenti ha sede all'estero. Con riferimento alle imprese acquisite, invece, le imprese italiane sono circa il 90% del totale contro il 10% di quelle straniere.

Figura 7 - Operazioni di fusione e acquisizione per provincia (2000-2021)

Fonte: elaborazione su dati Zephyr

Figura 8 - Fusioni e acquisizioni sul totale delle operazioni per provincia (2000-2021)

Fonte: elaborazione su dati Zephyr

5.1. Imprese marchigiane acquisite da società estere

Il fenomeno dell'acquisizione di imprese marchigiane da parte di società estere riveste grande importanza nel contesto regionale, specialmente nei periodi di crisi economica come quello conseguente all'emergenza sanitaria da Covid-19.

Come anticipato nel paragrafo precedente, circa l'80% delle acquisizioni di imprese marchigiane è condotta da una società italiana con sede nella stessa regione o in altre regioni italiane. Meno del 20% delle imprese marchigiane oggetto di acquisizione e fusione sono state acquisite da società estere.

Il presente rapporto analizza un campione di operazioni di acquisizione di imprese marchigiane da parte di società estere (vd. [Appendice -Prospetto A1](#)). Le informazioni relative alle operazioni di M&A sono state rilevate attraverso l'utilizzo del database Zephyr congiuntamente ad altre fonti, fra cui i comunicati stampa delle imprese e le informazioni giornalistiche. Si deve considerare che alcune imprese fra quelle considerate sono state oggetto di successive acquisizioni nel tempo, sia da parte di società estere sia da parte di imprese italiane. Tale fenomeno è spiegato dal fatto che l'entrata in un gruppo da parte di un'impresa aumenta la possibilità di operazioni di aggregazione di diverso tipo, risulta, dunque, complesso tracciare nel tempo la dinamica di tali operazioni. Lo scopo del presente rapporto non è quello di ricostruire in modo puntuale le vicende delle imprese marchigiane considerate, si intende, piuttosto, prendere come riferimento alcune operazioni di acquisizione con l'obiettivo di trarre delle considerazioni su tale fenomeno.

Nella maggior parte dei casi analizzati le imprese estere hanno acquisito la quota di maggioranza delle imprese marchigiane ottenendo la direzione e il controllo dell'impresa acquisita. In pochi casi l'impresa estera ha acquisito una quota di minoranza nell'impresa marchigiana. Dalle operazioni analizzate si osserva che di solito il proprietario dell'impresa marchigiana acquisita (che spesso, nel caso delle imprese marchigiane così come nel contesto italiano, coincide con la famiglia) mantiene una quota di minoranza nell'impresa ceduta. Questo facilita il passaggio dell'impresa e può garantire maggiore continuità del business (Mariotti et al., 2014). È interessante notare che la maggior parte delle imprese marchigiane acquisite ha continuato a operare nel contesto regionale dopo l'operazione di acquisizione. Con riferimento a tale aspetto, l'acquisizione può essere considerata un'alternativa per la crescita dimensionale dell'impresa. Spesso, però, le acquisizioni da parte di società estere sono considerate come un aspetto di debolezza del sistema imprenditoriale marchigiano nello specifico e del sistema Made in Italy in generale.

Il maggior numero di acquisizioni da parte di società estere è stato registrato nel periodo dal 2005 al 2014 in corrispondenza della crisi finanziaria del 2008-2009 e della successiva crisi economica interna (vedi Tabella 2). Tuttavia, analizzando il numero di operazioni nei singoli anni si osserva una maggiore frequenza nel 2014 (24% sul totale delle acquisizioni analizzate), ciò mostra che le imprese tendono a realizzare operazioni di fusione e acquisizione non nell'immediatezza di una crisi, bensì negli anni successivi. Per tale motivo questo tipo di operazione di aggregazione fra imprese può essere considerato una risposta a periodi di crisi.

Tabella 2 – Imprese marchigiane acquisite per anno

Anno acquisizione	N. di imprese acquisite
1995-2004	6
2005-2009	20
2010-2014	20
2015-2019	14
2020-2021	4

Fonte: elaborazione su dati Zephyr e fonti varie

In oltre la metà delle acquisizioni considerate la società acquirente ha sede in Europa; in particolare gli Stati più ricorrenti sono: Francia, Paesi Bassi, Spagna e Germania. Segue l'Asia con un numero significativo di acquisizioni da parte di società che hanno sede principale in Cina. La restante parte delle acquisizioni è stata condotta da società dell'America del Nord, in tal caso tutte le imprese acquirenti hanno sede negli Stati Uniti d'America.

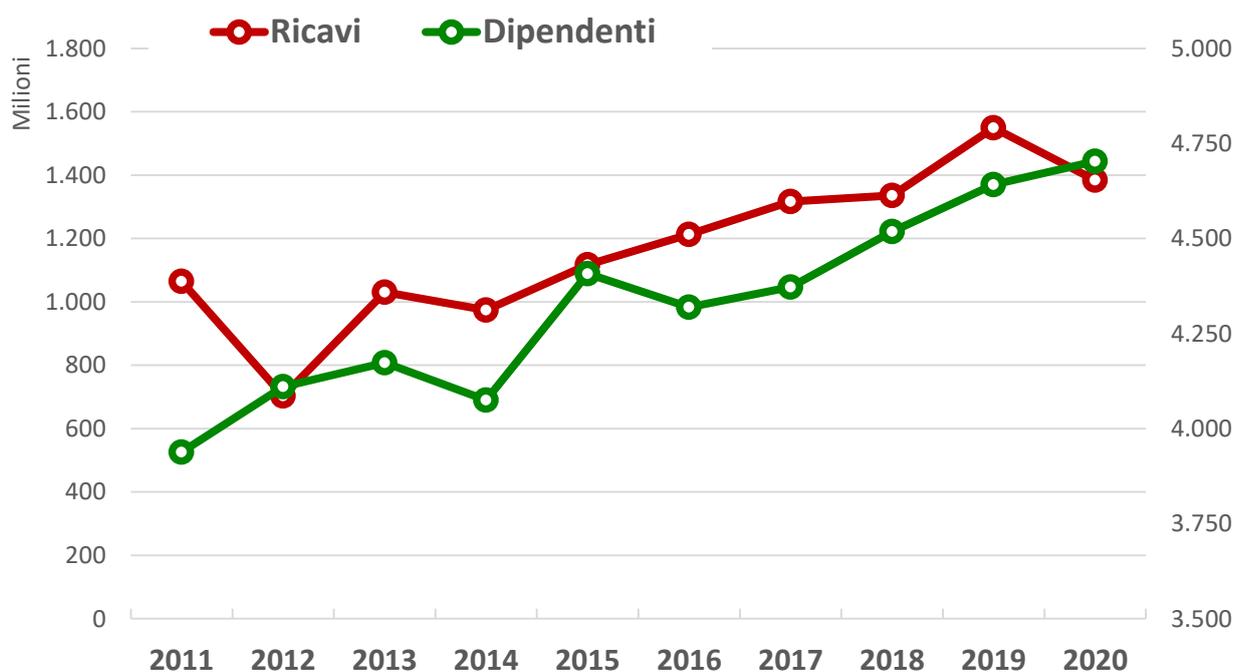
Osservando i singoli paesi, gli Stati Uniti sono lo Stato da cui proviene il più elevato numero di acquisizioni.

Tabella 3 – Imprese marchigiane acquisite per area geografica

Area Geografica	N. di imprese acquisite	% di imprese acquisite
Europa	31	55
Asia	15	27
America del Nord	10	18

Fonte: elaborazione su dati Zephyr e fonti varie

Figura 9 – Ricavi e dipendenti delle imprese marchigiane acquisite (19 imprese)*



* Vedi elenco in [Appendice – Prospetto A3](#)

Fonte: elaborazione su dati Zephyr e AIDA

La maggior parte delle imprese marchigiane acquisite da società estere ha mantenuto la propria struttura giuridica continuando ad operare nel contesto regionale. Una prima considerazione su tali acquisizioni può essere desunta dai risultati economici registrati dalle imprese marchigiane dopo l'operazione di acquisizione. A tale scopo sono state selezionate 19 imprese del campione per le quali risultano disponibili le informazioni di bilancio negli ultimi 10 anni.

La Figura 9 mostra in rosso l'andamento dei ricavi e in verde quello dei dipendenti nel periodo compreso fra il 2011 e il 2020. In termini aggregati le imprese acquisite hanno registrato nel tempo un incremento sia del volume dei ricavi sia del numero di addetti.

5.2. Imprese marchigiane che hanno acquisito imprese all'estero

Nel presente lavoro, oltre alle acquisizioni di imprese marchigiane da parte di società estere, si analizza anche il fenomeno opposto, ovvero, quello in cui un'impresa marchigiana acquisisce società all'estero. Nell' Appendice (Prospetto A2) sono presentate alcune operazioni di acquisizione condotte da imprese marchigiane nei confronti di società estere.

Come nel paragrafo precedente, anche in questo caso è stato analizzato un campione di operazioni costruito facendo ricorso al database Zephyr e ai comunicati stampa delle imprese individuate. Il campione non rappresenta un elenco esaustivo di tutte le operazioni completate dalle imprese regionali, piuttosto, si intende fare delle considerazioni sulla propensione delle imprese ad acquisire società che hanno sede in un altro paese evidenziando alcune caratteristiche di tale fenomeno. Nel campione analizzato sono considerate le acquisizioni di maggioranza, ovvero quelle in cui l'impresa marchigiana acquisisce il controllo di quella estera. Non si fa riferimento all'acquisizione di partecipazioni di minoranza che sono una pratica più comunemente diffusa.

Il numero delle società estere acquisite da imprese marchigiane risulta inferiore rispetto alle imprese marchigiane che, al contrario, sono state acquisite da società straniere.

Come si può osservare dalla Tabella 4, nel periodo dal 2015 al 2019 si registra il maggior numero di acquisizioni all'estero da parte delle imprese del campione analizzato. Inoltre, è interessante notare che negli anni 2020 e 2021 si è registrato un numero significativo di acquisizioni all'estero, soprattutto, in considerazione della situazione di incertezza e di crisi economica conseguente all'emergenza sanitaria. Con tale riferimento, è interessante notare il caso della Teamsystem che nel 2021 ha acquisito due imprese con sede in Spagna.

Questa impresa marchigiana opera nel settore dell'informatica, uno dei settori meno colpiti dalla crisi pandemica, ed ha acquisito imprese all'estero puntando sull'internazionalizzazione e sull'ampliamento della propria offerta di prodotti ad alto contenuto tecnologico.

Tabella 4 – Imprese estere acquisite per anno

Anno acquisizione	N. di imprese acquisite
1999-2004	4
2005-2009	3
2010-2014	7
2015-2019	10
2020-2021	4

Fonte: elaborazione su dati Zephyr e fonti varie

Le imprese marchigiane che hanno realizzato un'operazione di acquisizione e fusione all'estero sono fra quelle di maggiore dimensione, in termini di ricavi, nel contesto regionale. Esse, infatti, rientrano nella Classifica delle principali imprese marchigiane³.

Con riferimento all'analisi territoriale, circa il 64% delle imprese estere acquisite da imprese marchigiane ha sede in Europa, seguono l'America del Nord e Asia (Tabella 55).

Gli Stati più ricorrenti in Europa sono Germania, Spagna e Paesi Bassi. Tre su quattro delle acquisizioni registrate in America del Nord riguardano il Canada, la restante acquisizione è avvenuta negli Stati Uniti d'America.

³ *Classifica delle principali imprese marchigiane, Anno 2020-2021*, Fondazione Aristide Merloni, Fabriano, 2 dicembre 2021. https://www.fondazionemerloni.it/wp-content/uploads/2021/12/Classifica_2020.pdf

Tabella 5 - Imprese estere acquisite per area geografica

Area Geografica	N. di imprese acquisite	% di imprese acquisite
Europa	18	64
Asia	4	14
America Del Nord	4	14
America Centrale	1	4
Africa	1	4

Fonte: elaborazione su dati Zephyr e fonti varie

Si osserva la tendenza da parte delle imprese marchigiane ad acquisire all'estero società che operano nello stesso settore di attività o in settori affini. In tal modo l'impresa marchigiana può implementare le proprie competenze e tecnologie entrando in modo diretto in un altro mercato geografico.

Conclusioni

L'obiettivo di questo rapporto è quello di fornire una prima panoramica delle operazioni di acquisizione e fusioni di imprese che hanno interessato le Marche negli ultimi decenni.

Le operazioni di acquisizione e fusione (M&A nell'acronimo inglese) sono parte della più generale categoria delle operazioni di finanza straordinaria all'interno della quale si comprendono anche le cessioni di quote di minoranza, la quotazione in borsa (IPO), le operazioni di venture capital, ecc. L'incidenza di queste operazioni nel sistema delle imprese italiane è relativamente contenuta a causa di due caratteristiche strutturali di tale sistema: la ridotta dimensione media delle imprese e la prevalenza di modelli di proprietà familiare chiusi (Pellegrini, 2013). Data la complessità e i costi delle operazioni di finanza straordinaria, esse tendono ad interessare imprese di media e grande dimensione, anche in considerazione del fatto che gran parte dei costi pre e post operazione sono indipendenti dalla dimensione dell'operazione per cui la loro incidenza cresce al ridursi della dimensione dell'impresa coinvolta.

L'elevata diffusione di imprese a proprietà familiare non è una caratteristica esclusiva del nostro paese; tuttavia, il nostro si caratterizza per la prevalenza di modelli proprietari 'chiusi', caratterizzati cioè da un'elevata concentrazione della proprietà e dalla stretta associazione fra ruoli di proprietà e ruoli di gestione (Roffia, 2021). Ciò limita considerevolmente l'interesse per le operazioni di finanza straordinaria.

Queste operazioni possono essere indotte da diverse motivazioni, sia dal lato dell'impresa acquirente sia dal lato dei soggetti che decidono di cedere, in tutto o in parte, la proprietà. Le motivazioni si differenziano anche in funzione dei soggetti coinvolti in queste operazioni. La distinzione fondamentale, a questo proposito, è fra le operazioni messe in atto da imprese e gruppi rispetto a quelle realizzate dai fondi di private equity: nei primi prevalgono motivazioni di tipo produttivo e commerciale; nei secondi prevale una logica di tipo finanziario.

Indipendentemente dalle motivazioni delle parti direttamente coinvolte, le operazioni di M&A assumono rilievo per diversi aspetti relativi al sistema imprenditoriale italiano e regionale.

Il principale è quello relativo alla crescita dimensionale delle imprese. La crescita per linee esterne attraverso le acquisizioni costituisce una delle principali modalità di crescita delle imprese e di consolidamento dei gruppi. I gruppi sono la principale forma organizzativa per le imprese di media e grande dimensione poiché consente di conseguire economie di scala su specifiche funzioni mantenendo l'autonomia decisionale e operativa in specifiche attività. L'evidenza empirica relativa all'ultimo decennio evidenzia una crescita della dimensione media delle imprese e un accresciuto peso dei gruppi. Ciò è il risultato di un progressivo cambiamento dei fattori di vantaggio competitivo a favore delle imprese medie e grandi rispetto a quelle di minore dimensione.

La spinta alla crescita dimensionale deriva da fattori che hanno progressivamente accresciuto la loro rilevanza ai fini della capacità competitiva delle imprese: l'innovazione e l'internazionalizzazione. La capacità innovativa delle imprese è sempre più associata alla spesa in ricerca e sviluppo e alle collaborazioni con altre imprese e con il sistema della ricerca: in entrambi gli aspetti, ed in particolare nell'attività di ricerca

e sviluppo, vi è un evidente gap di capacità in relazione alle dimensioni d'impresa. Anche nel caso dell'internazionalizzazione vi è una evidente associazione con la dimensione aziendale, in particolare quando la proiezione internazionale richiede la presenza di strutture produttive e commerciali in paesi stranieri.

La spinta alla crescita dimensionale e al rafforzamento delle strutture organizzative spiega la tendenza all'incremento delle operazioni di acquisizione e fusione osservato nel corso degli ultimi decenni. Questa tendenza è evidente sia a livello nazionale sia nelle Marche. I due shock esterni che si sono verificati nel periodo, quello della crisi finanziaria internazionale del 2008-2009 e quella della pandemia da Covid-19 del 2020, hanno prodotto effetti ambigui sul fenomeno. Da un lato la situazione di crisi determina un rallentamento delle operazioni di finanza straordinaria, anche a causa del maggiore clima di incertezza sull'evoluzione futura (Cerrato et al., 2016). Dall'altro proprio il diffondersi delle situazioni di crisi determina un incremento degli incentivi alle aggregazioni e un aumento delle imprese potenziali target di operazioni di acquisizione. Questa ambiguità si riflette nell'andamento temporale delle operazioni di finanza straordinaria, che evidenziano una riduzione nell'immediato della crisi e un incremento negli anni successivi. E' quanto avvenuto nella crisi del 2008-2009 ed è presumibile che avvenga per la crisi del 2020-2021 con un significativo incremento di operazioni nei prossimi anni (EY Strategy and Transactions Italy, 2022).

Il tessuto imprenditoriale delle Marche è caratterizzato dalla presenza di imprese di piccola e piccolissima dimensione. Ciò nonostante, la platea delle imprese potenzialmente interessata da operazioni di finanza straordinaria è comunque significativa. La Classifica delle principali imprese marchigiane, redatta annualmente dalla Fondazione Aristide Merloni, segnala la presenza di più di cento imprese con ricavi superiori ai 50 milioni di Euro e oltre 300 imprese con ricavi superiori ai 20 milioni di Euro. La platea si amplia considerevolmente se consideriamo le imprese con oltre 10 milioni di Euro di ricavi (poco meno di 700) o con oltre 5 milioni di Euro di ricavi (oltre 1300).

I dati segnalano un incremento delle operazioni, in particolare quelle di acquisizione e fusione, nella regione nell'ultimo decennio soprattutto negli anni successivi al 2010 in conseguenza della prolungata fase di stagnazione sul mercato interno. Le operazioni hanno riguardato sia imprese regionali oggetto di acquisizione da parte di gruppi nazionali ed esteri, sia operazioni di acquisizione effettuate da imprese marchigiane. Nel saldo fra le due le prime sembrano essere prevalenti, segnalando un elemento di relativa debolezza del tessuto imprenditoriale regionale. Nell'ultimo decennio sono risultate numerose le acquisizioni di imprese regionali da parte di grandi gruppi esteri; acquisizioni che hanno interessato anche alcune delle principali imprese.

L'acquisizione di imprese a proprietà familiare (e locale) da parte di grandi gruppi nazionali o esteri può essere interpretata in modi opposti con riferimento al potenziale impatto sull'economia regionale (Driffield et al., 2018). Da una parte si possono sottolineare gli aspetti positivi associati al valore delle competenze produttive locali che hanno indotto l'investimento e le maggiori potenzialità di espansione associate all'appartenenza ad un gruppo di grande dimensione (Barzotto et al., 2019). Dall'altro si evidenzia l'allentamento dei legami con il territorio, la perdita di autonomia nelle decisioni strategiche e di investimento e l'inserimento di queste ultime all'interno di strategie produttive e finanziarie esterne al contesto regionale e nazionale (Aureli and Demartini, 2015). Gli studi che hanno cercato di misurare l'impatto a lungo termine di tali operazioni hanno prodotto risultati non univoci, che dipendono in larga misura dal contesto di riferimento. Nei contesti produttivi avanzati, quale è quello delle Marche, sembrano essere prevalenti gli effetti positivi (Matarazzo et al., 2020; Bamiatzi et al., 2017; Iammarino, 2016; Bentivogli and Mirenda, 2017).

Una prima stima, molto grossolana, relativa all'andamento dei ricavi e degli addetti di un campione di imprese regionali oggetto di acquisizioni sembra confermare evidenza. Va anche considerato che gli effetti positivi derivanti dall'entrata di gruppi nazionali e esteri sono determinati non solo dall'impatto occupazionale e produttivo sulle imprese oggetto di acquisizione, ma anche dagli effetti per l'intero sistema produttivo locale in termini di capacità innovativa e diffusione di pratiche manageriali avanzate (Beuselinck et al., 2017).

Resta, per le Marche, l'evidenza di un saldo negativo fra le acquisizioni nelle quali le imprese regionali sono target rispetto a quelle nelle quali compaiono dal lato dell'acquirente. Ciò è il risultato della relativa minore presenza nella regione di gruppi di media e grande dimensione a proiezione internazionale;

maggiormente attivi nelle operazioni di acquisizione a livello domestico e internazionale.

Le operazioni rilevate nell'ultimo decennio sono state infatti in gran parte effettuate dalle principali imprese della regione. Oltre al numero relativamente limitato di operazioni di acquisizione realizzate dalle imprese regionali va anche rilevato che esse riguardano per i due terzi imprese localizzate in Europa. Ciò riflette la difficoltà delle imprese regionali, con poche eccezioni, ad operare in un contesto globale e in contesti, come quello asiatico o nord-americano, che hanno offerto e offrono maggiori potenzialità di espansione rispetto a quello europeo.

È probabile che le operazioni di acquisizione e fusione fra imprese siano destinate a mantenere un trend crescente nei prossimi anni. Ciò determinerà un incremento delle imprese regionali che faranno parte di gruppi nazionali o esteri e di gruppi regionali con proiezione nazionale e internazionale.

È un fenomeno che va letto in senso positivo. Esso consentirà alla parte più dinamica delle imprese regionali di crescere con maggiore velocità e di irrobustire le proprie strutture organizzative e di governance. Per le imprese oggetto di acquisizione, l'ingresso da parte di un fondo o di un gruppo può costituire una valida alternativa al possibile rischio di dispersione di risorse produttive, oltre che un'occasione di sviluppo produttivo e organizzativo determinata dall'inserimento in un contesto organizzativo di maggiore dimensione.

Oltre a ciò, non va trascurato l'impatto positivo che le operazioni di fusioni e acquisizioni possono determinare al fine di modificare i modelli di proprietà e gestione familiare prevalenti nelle imprese italiane e regionali. Modelli caratterizzate da un'eccessiva chiusura sia negli assetti proprietari sia nell'inserimento di figure manageriali.

Con le limitazioni che da ciò derivano nelle possibilità di crescita e di innovazione.

Alla crescita del numero di operazioni si accompagna anche uno sviluppo delle competenze specialistiche necessarie alla loro realizzazione, sia all'interno delle imprese sia nell'offerta di servizi di terziario avanzato. È auspicabile che vi sia anche una accresciuta attenzione da parte del legislatore con misure volte a semplificare e incentivare le operazioni di fusione e acquisizione e, più in generale, le operazioni di aggregazione fra imprese.

Riferimenti bibliografici

Almeida, H. and Wolfenzon, D. (2006) 'A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups', *Journal of Finance*, **LXI**, 2637–2680.

Aureli, S. and Demartini, P. (2015) 'Rethinking the Cross-Border Acquisition Process in Terms of Territorial Social Responsibility', *World Review of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development*, **11**, 429.

Bamiatzi, V., Efthyvoulou, G. and Jabbour, L. (2017) 'Foreign vs Domestic Ownership on Debt Reduction: An Investigation of Acquisition Targets in Italy and Spain', *International Business Review*, **26**, 801–815.

Barzotto, M., Corò, G., Mariotti, I. and Mutinelli, M. (2019) 'Ownership and Workforce Composition: A Counterfactual Analysis of Foreign Multinationals and Italian Uni-National Firms', *Journal of Industrial and Business Economics*, **46**, 581–607.

Belzon, S. and Berkovitz, T. (2010) 'Innovation in Business Groups', *Management Science*, **56**, 519–535.

Belzon, S., Berkovitz, T. and Rios, L. A. (2013) 'Capital Markets and Firm Organization: How Financial Development Shapes European Corporate Groups.', *Management Science*, **59**, 1326–1343.

Bentivogli, C. and Mirenda, L. (2017) 'Foreign Ownership and Performance: Evidence from Italian Firms', *International Journal of the Economics of Business*, **24**, 251–273.

Beuselinck, C., Blanco, B. and García Lara, J. M. (2017) 'The Role of Foreign Shareholders in Disciplining Financial Reporting', *Journal of Business Finance & Accounting*, **44**, 558–592.

Bianco, M. and Nicodano, G. (2006) 'Pyramidal Groups and Debt', *European Accounting Review*, **50**, 937–961.

Caiazza, R. and Volpe, T. (2015) 'M&A Process: A Literature Review and Research Agenda.', *Business Process Management Journal*, **21**, 205–220.

- Cainelli, G., Giannini, V. and Iacobucci, D. (2019a) ‘Small Firms and Bank Financing in Bad Times’, *Small Business Economics*.
- Cainelli, G., Giannini, V. and Iacobucci, D. (2019b) ‘Agglomeration, Networking and the Great Recession’, *Regional Studies*.
- Cerrato, D., Alessandri, T. and Depperu, D. (2016) ‘Economic Crisis, Acquisitions and Firm Performance’, *Long Range Planning*, **49**, 171–185.
- Driffield, N., Sun, K. and Temouri, Y. (2018) ‘Investigating the Link between Foreign Ownership and Firm Performance – an Endogenous Threshold Approach’, *Multinational Business Review*, **26**, 277–298.
- EY Strategy and Transactions Italy (2022) *Trend M&A 2021 e Previsioni 2022*.
- Fan, J. P. H., Wong, T. J. and Zhang, T. (2005) ‘The Emergence of Corporate Pyramids in China’.
- Gopalan, R., Nanda, V. and Seru, A. (2007) ‘Affiliated Firms and Financial Support: Evidence from Indian Business Groups’, *Journal of Financial Economics*, **86**, 759–795.
- Gorodnichenko, Y., Schaefer, D. and Talavera, O. (2009) ‘Financial Constraints and Continental Business Groups: Evidence from German Konzerns’, *Research in International Business and Finance*, **23**, 233–242.
- Hamelin, A. (2011) ‘Small Business Groups Enhance Performance and Promote Stability, Not Expropriation. Evidence from French SMEs’, *Journal of Banking & Finance*, **35**, 613–626.
- Iacobucci, D. (2012) ‘Internal Capital Market and Investment Decisions in Small and Medium-Sized Groups.’ In *Calcagnini G., Favaretto I. (eds) Small Businesses in the Aftermath of the Crisis. Contributions to Economics*, pp. 211–227.
- Iammarino, S. (2016) ‘Imprese Multinazionali e Sviluppo Economico Locale’, *Economia Marche Journal of Applied Economics*, **35**, 1–11.
- Khanna, T. and Yafeh, Y. (2005) ‘Business Groups and Risk Sharing around the World’, *Journal of Business*, **78**, 301–340.
- Khanna, T. and Yafeh, Y. (2007) ‘Business Groups in Emerging Markets : Paragons or Parasites ?’, *Journal of Economic Literature*, **45**, 331–372.
- Lee, S., Park, K. and Shin, H. H. (2009) ‘Disappearing Internal Capital Markets: Evidence from Diversified Business Groups in Korea’, *Journal of Banking and Finance*, **33**, 326–334.
- Mariotti, S., Piscitello, L. and Elia, S. (2014) ‘Local Externalities and Ownership Choices in Foreign Acquisitions by Multinational Enterprises’, *Economic Geography*, **90**, 187–211.
- Matarazzo, M., Barbaresco, G. and Resciniti, R. (2020) ‘International Growth of Italian Acquired Mid-Sized Firms: An Analysis of Post-Acquisition Performance’, *International Journal of Globalisation and Small Business*, **11**, 200.
- Pellegrini, C. B. (2013) ‘An Empirical Analysis of “Corporate Italy”: Legal Entities, Financial and Ownership Structure and Corporate Governance 2004-2012’, *Corporate Ownership and Control*, **10**, 117–129.
- Roffia, P. (2021) ‘Family Involvement and Financial Performance in SMEs: Evidence from Italy’, *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, **43**, 39.
- Samphantharak, K. (2006) ‘Internal Capital Markets in Business Groups.’, *Corporate Governance & Economics eJournal*.

Appendice

Prospetto A 1– Imprese marchigiane acquisite da società estere

Società acquisita	Sede	Settore	Società Acquirente	Nazionalità Acquirente	Quota*	Anno
Paima Srl	AN	Tessile e abbigliamento	Chanel SAS	Francia	Controllo	2021
Innovaitalia Srl	PU	Informazione e comunicazione	Compusoft AS	Norvegia	100	2021
TVS Spa	PU	Prodotti in metallo	Meyer	Stati Uniti	60	2020
Vega Srl	FM	Macchine	La Tour Industries AB	Svezia	100	2020

Alluflon Spa	PU	Prodotti in metallo	Brilliant Concept Development	Honk Kong / Cina	Controllo	2019
Iguzzini Illuminazione	MC	Apparecchi elettrici ed elettronici	Fagerhult AB	Svezia	100	2019
Mep Spa	PU	Macchine	Legris Industries	Belgio	100	2019
Compac Srl	PU	Macchinari	LVD Company NV	Belgio	100	2019
Macrosoft Holding SRL	MC	Informatica - software	Pharmagest Interactive SA	Francia	60	2018
Oltremare Spa	PU		Microdyn-Nadir GMBH	Germania	100	2018
Rifer gomme Srl	FM	Gomma	Construcciones Y Auxiliari de ferrocarril	Spagna	Controllo	2017
FB Healt Spa	AP	Farmaceutica	Invent Farma SL	Spagna	100	2017
Pharmaprogress Srl	AN	Ricerca scientifica e sviluppo	Kymos Pharmaservice SL	Spagna	100	2016
Agrindustria Srl	FM	Commercio all'ingrosso di macchinari agricoli	Invivo Labs SAS	Francia	100	2016
Ask Industries Spa	AN	Elettronica auto	JVC Kenwood Co.	Giappone	Controllo	2015
Teuco (Gruppo Guzzini)	MC	Sanitari, arredobagno, wellness	Fondo Certina	Germania	80	2015
Valmex Spa	PU	Macchine	Orkli SCL	Spagna	100	2015
Diatheva	PU	Biotech	Angenus Inc	Stati Uniti	100	2015
Indesit Company Spa	AN	Elettrodomestici	Whirlpool Corporation	Stati Uniti	60,4	2014
Ferretti	AN	Nautica	Shandong Heavy Ind.	Cina	58	2014
CRN (Ferretti)	PU	Nautica	Shandong Heavy Ind.	Cina	Controllo	2014
JH Concerie del Chienti	MC	Pellame	Jihua Group Corporation LTD	Cina	85	2014
Poltrona Frau	MC	Mobili	Haworth Inc.	Stati Uniti	58,6	2014
Arcadia Srl	PU	Tessile e abbigliamento	L Capital Asia - Lvmh (Louis Vuitton)	Asia-Francia	Controllo	2014
Bonia Italia Srl	MC	Tessile e abbigliamento	Daily Frontier SDN BHD	Malesia	100	2014
Haemonetics produzione Italia	AP	Farmaceutica	Haemonetics Corporation	Stati Uniti	Controllo	2014
Nazzareno Gabrielli Diaries	MC	Access. in pelle	Iris Fund	Libano	28	2014
Manuli Automotiv	AP	Compon. auto	Maflow	Polonia	Controllo	2014
Sogemi	AN	Accessori auto	CEBI	Lussemburgo	Controllo	2014
Dorica (Ferretti)	AN	Nautica	Shandong Heavy Ind.	Cina	Controllo	2014
Berloni Cucine	PU	Mobili	Corporation Hog	Taiwan	Controllo	2014
Roal Electronics Spa	AN	App. Metallo	Efore OYJ	Finlandia	100	2013
Defendi Italy Srl	AN	Prodotti in metallo	Ego Blanc Und &co GMBH	Germania	100	2013
Geotop Srl	AN	Commercio all'ingrosso di apparecchiature ICT	Topcon Europe Positioning BV	Paesi Bassi	Controllo	2012
Bore Chienti Srl	MC	Energia	Heatatron AG	Svizzera	80	2012
Rainbow	MC	Animazione/cinema	Viacom Inc.	Stati Uniti	30	2011
Elica Spa	AN	Elettrodomestici	Whirlpool Corporation	Stati Uniti	10	2010
Tecnogas	AN	Elettrodomestici	MHD	Emirati Arabi Uniti	100	2010
Tecnoforniture Srl	AP	Macchinari	Brammer PLC	Regno Unito	100	2008

Automotive Products Italia Spa	AN	Gomma e materie plastiche	Continental AG	Germania	100	2007
Fabriano Filter Media Spa	AN	Minerali non metalliferi	Ahlstrom OYJ	Finlandia	100	2007
CEM Industries Srl	PU	Attrezzature per refrigerazione	Sodastream International LTD	Israele	100	2007
Salm Srl – Società armamento lavori marittimi	AN	Navale	YROON Offshore BV	Paesi Bassi	100	2007
Pfizer – Carlo Erba	AP	Farmaceutica	Marvecs Pharma srl	Stati Uniti	Controllo	2007
Hotel Abbadetta	AP	Alloggio	Man Around Group	Regno Unito	100	2006
Meccanica generale	AN	Macchine	Portek International LTD	Singapore	51	2006
Faber	AN	Elettrodomestici	Franke Holding AG	Svizzera	100	2005
Benelli Q.J.	PU	Moto	Gruppo QianJiang	Cina	Controllo	2005
Med2rad	MC	Informatica - software	Agfa Gevaert NV	Belgio	100	2005
Roland Europe	AP	Strumenti musicali		Giappone	57,04	2003
Byblos Spa	AN	Tessile e abbigliamento	Prada Holding NV	Paesi Bassi	100	2001
Calzaturificio Regain Spa	AP	Calzaturificio	Gucci group NV	Paesi Bassi	70	2001
Pucci	AN	Attività design specializzate	LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SA	Francia	67	2000

*È indicato il valore percentuale della quota di partecipazione. Con il termine controllo si indica una quota di maggioranza quando non è specificato il valore della partecipazione.

Fonte: elaborazione su dati Zephyr e fonti varie

Prospetto A 2 – Imprese marchigiane che hanno acquisito aziende all'estero

Società acquirente	Sede	Settore	Società acquisita	Nazionalità acquisita	Quota partecipazioni	Anno
Allufon	PU	Prodotti in metallo	Berndes Kuche GMBH	Germania	100	2012
Ariston Group	AN	Elettrodomestici	Chromagen	Israele	100	2021
Ariston Group	AN	Elettrodomestici	Calorex – Calentadores de america SA DE CV	Messico	100	2019
Ariston Group	AN	Elettrodomestici	HTP	Stati Uniti	51	2017
Ariston Group	AN	Elettrodomestici	Atmor	Israele	Controllo	2017
Ariston Group	AN	Elettrodomestici	Gastech-energi A/S	Danimarca	100	2015
Ariston Group	AN	Elettrodomestici	NY Thermal Inc.	Canada	Controllo	2015
Ariston Group	AN	Elettrodomestici	Atag Verwarming Nederland BV	Paesi Bassi	100	2014
Ariston Group	AN	Elettrodomestici	Heat Techgeysers LTD	Africa del Sud	100	2014
Elica	AN	Elettrodomestici	Zhejiang Putian Electric Co.LTD	Cina	55 (-> 96,76 - 2017)	2010
Elica	AN	Elettrodomestici	Exklusiv-Hauben Gutmann GMBH	Germania	100	2008
Faber	AN	Elettrodomestici	Faber Heatkraft Industries-LTD	India	75	2004
Faber	AN	Elettrodomestici	Futurum AB	Svezia	100	2001
Iguzzini illuminazione	MC	Apparecchi elettrici ed elettronici	Sistemalux Inc.s Assets	Canada	70	2017
Iguzzini illuminazione	MC	Apparecchi elettrici ed elettronici	Pejan OY	Finlandia	80	2009
Navigazione Montanari	PU	Trasporti marittimi	Imskaugen SE	Norvegia	100	1999
Pieralisi Maip	AN	Macchine	SC Beira-mar	Portogallo	85	2013
Rainbow	MC	Animazione	Bardel Entertainment Inc.	Canada	100	2015
Rainbow	MC	Animazione	Rainbow Distribution BV	Paesi Bassi	100	2011
Simonelli Group	MC	Macchine	VA Machinery LTD	Regno Unito	100	2020
Teamsystem	PU	Informatica	Software Delson	Spagna	100	2021
Teamsystem	PU	Informatica	Billin	Spagna	59,6	2021
Teamsystem	PU	Informatica	Reviso Soluciones Cloud SL	Spagna	100	2016
Teuco Guzzini	MC	Prodotti in porcellana e ceramica	Spaform LTD	Regno Unito	100	2007
Tod's	FM	Pelli, cuoio e calzature	Holpaf BV	Paesi Bassi	Fusione per incorporazione	2019
Tod's	FM	Pelli, cuoio e calzature	Roger Vievier France SAS Trademark	Francia	100	2015
Tombolini industrie	MC	Tessile e abbigliamento	Regent GMBH	Germania	100	2001
Zeiss Excelsa	FM	Calzature	Dirk Bikkembergs	Germania	100	2014

*È indicato il valore percentuale della quota di partecipazione. Con il termine controllo si indica la quota di maggioranza quando non è specificato il valore della partecipazione.

Fonte: elaborazione su dati Zephyr e fonti varie

Prospetto A 3 – Imprese acquisite da gruppi esteri

Azienda	Sede	Settore
Roal Electronics Spa	AN	App. Metallo
Poltrona Frau	MC	Mobili
Benelli Q.J.	PU	Moto
Ask Industries Spa	AN	Elettronica auto
Rainbow	MC	Animazione/cinema
Alluflon Spa	PU	Prodotti in metallo (Pentole)
Defendi Italy Srl	AN	Prodotti in metallo
Iguzzini Illuminazione	MC	Apparecchi elettrici ed elettronici
Valmex Spa	PU	Macchine
Mep Spa	PU	Macchine
Paima Srl	AN	Tessile e abbigliamento
TVS Spa	PU	Prodotti in metallo (Pentole)
Innovaitalia Srl	PU	Informazione e comunicazione
Compac Srl	PU	Macchinari
Rifer gomme Srl	FM	Gomma
Pharmaprogress Srl	AN	Ricerca scientifica e sviluppo
Geotop Srl	AN	Commercio all'ingrosso di apparecchiature ICT
Tecnoforniture Srl	AP	Macchinari
Ferretti	AN	Nautica