

**Fabio Pizzutilo**

**MULTINATIONAL  
CAPITAL BUDGETING**

**FrancoAngeli**

## Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.







**Fabio Pizzutilo**

**MULTINATIONAL  
CAPITAL BUDGETING**

**FrancoAngeli**

Copyright © 2013 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it).*

# Indice

<b>Introduzione</b>	pag.	9
<b>1. Microeconomia delle imprese multinazionali</b>	»	13
1.1 Il commercio internazionale nella teoria ricardiana	»	13
1.2 Le imprese multinazionali	»	17
1.3 Perché le imprese diventano multinazionali?	»	20
1.4 Le strategie di internazionalizzazione, un approccio binomiale alle scelte di investimento diretto all'estero	»	23
<b>2. La valutazione degli investimenti diretti all'estero</b>	»	28
2.1 La valutazione del progetto: ottica locale o della MNE?	»	28
2.2 Altre complessità nella valutazione di progetti di investimento all'estero	»	31
2.3 Ottica locale e ottica dei flussi alla MNE nella teoria del valore	»	32
2.4 Analisi di sensibilità, di scenario e del punto di pareggio: una visione internazionale	»	39
2.5 Le opzioni reali	»	40
2.5.1 L'opzione reale di differimento	»	42
2.5.2 L'opzione reale di espansione	»	44
2.5.3 L'opzione reale di abbandono	»	45
2.5.4 L'opzione reale di flessibilità	»	47
2.6 Opzioni reali e multinational capital budgeting	»	47
2.7 La scelta di localizzazione all'estero: sviluppo di un modello binomiale	»	50

<b>3. Il costo del capitale degli investimenti all'estero</b>	pag.	53
3.1 Il costo medio ponderato del capitale	»	54
3.2 Il tasso free risk ed il rendimento di mercato	»	55
3.3 Il Beta	»	57
3.4 Il costo del debito	»	60
3.5 Struttura finanziaria e investimenti diretti all'estero	»	64
3.6 È importante la struttura finanziaria della succursale estera?	»	67
3.7 Illiquidità e segmentazione del mercato	»	68
<b>4. Il mercato delle valute</b>	»	71
4.1 I tassi di cambio: definizioni, terminologia e convenzioni	»	73
4.2 Cross rates, cambi spot e cambi forward	»	77
4.3 L'evoluzione del sistema monetario internazionale	»	80
4.4 I regimi di cambio	»	83
4.5 Il mercato valutario	»	86
4.6 La relazione tra prezzi e tassi di cambio: la teoria della parità del potere di acquisto.	»	90
4.7 La relazione tra tassi di interesse e tassi di cambio: la teoria della parità dei tassi di interesse	»	93
4.8 La relazione tra tassi di cambio spot: l'effetto Fischer internazionale	»	96
4.9 La relazione tra cambio spot e cambio forward	»	97
4.10 Le relazioni fondamentali nel mercato dei cambi: uno sguardo di insieme	»	98
4.11 La previsione dei tassi di cambio	»	99
<b>5. Il rischio di cambio</b>	»	103
5.1 Il rischio da transazione	»	103
5.2 Il rischio economico	»	107
5.3 Le determinanti del rischio di cambio: una rivisitazione del modello di Grant e Soenen (2004) in ottica finanziaria	»	111
5.4 Il rischio di traduzione	»	116
5.5 Rischio di cambio e tassazione: alcune osservazioni	»	118
5.6 La copertura	»	118
<b>6. Il rischio politico</b>	»	121
6.1 Le tre dimensioni del rischio politico	»	121



6.2 Firm political risk	pag.	122
6.3 Country political risk	»	127
6.4 Global political risk	»	130
6.5 Costo del capitale e Valore Attuale Netto in presenza di rischio politico	»	131
<b>7. Fusioni ed acquisizioni all'estero</b>	»	140
7.1 I driver di valore di una operazione di cross border merger and acquisition	»	141
7.2 Su alcune motivazioni alle operazioni di cbM&A	»	144
7.3 La valutazione delle imprese target	»	148
7.4 Gli effetti del processo di acquisizione	»	150
7.5 Le modalità di pagamento del corrispettivo dell'operazione: un'analisi nell'ottica del valore	»	153
<b>Bibliografia</b>	»	157



## *Introduzione*

In ambito internazionale le decisioni di capital budgeting implicano problemi e complessità che non devono essere affrontati nella valutazione di progetti di investimento domestici. Oggetto del presente lavoro è l'analisi di tali problematiche e l'elaborazione di modelli che ne possano permettere un pratico trattamento coerente con i principi della moderna teoria della finanza di azienda. L'idea di base è che la finanza aziendale internazionale sia la logica e naturale estensione della finanza domestica. In tale ottica, la tradizionale analisi finanziaria fondata sul valore sarà estesa alle complessità derivanti dall'internazionalizzazione della produzione, dei mercati e dei capitali.

I principali aspetti delle decisioni finanziarie di azienda (flussi di cassa, costo opportunità del capitale, rischi idiosincratici e rischi non diversificabili, struttura finanziaria) saranno affrontati ed analizzati dalla prospettiva internazionale delle imprese multinazionali. L'attenzione sarà su quegli elementi di decisione che raramente si affrontano nella valutazione di progetti di investimento domestici. L'approccio non sarà solo di tipo teorico. I modelli di analisi e di valutazione che si propongono, pur fondati su solide basi teoriche, sono infatti costruiti nell'intento di poter essere efficacemente utilizzati nella pratica.

Il primo capitolo, di natura introduttiva, è dedicato all'analisi delle imprese multinazionali, al loro ruolo nell'ambito del commercio internazionale ed alle strategie di espansione all'estero.

La valutazione economico-finanziaria della convenienza ad effettuare un investimento diretto all'estero segue gli stessi principi della finanza domestica. Tuttavia la dimensione internazionale dell'attività introduce diverse complessità. Nel capitolo 2 se ne individuano le principali e si delinea il quadro teorico all'interno del quale contestualizzare il modo di affrontarle.

Il terzo capitolo è invece riservato a quelli che si ritiene essere due tra i temi più controversi della finanza aziendale internazionale: l'individuazione del costo medio ponderato del capitale e le scelte in materia di struttura finanziaria. Il capitolo si concentra sulle variabili che condizionano la stima del WACC dopo le imposte di un progetto di investimento all'estero e cerca di dare risposta alla domanda se la diversa configurazione della struttura finanziaria della succursale estera può essere fonte di valore per la casa madre.

I capitoli 4, 5 e 6 affrontano i rischi peculiari degli investimenti diretti all'estero: quello di cambio e quello politico. Se ne tracciano i contorni e se ne analizzano gli effetti per il processo di capital budgeting internazionale. Il quarto capitolo introduce i tassi di cambio e richiama i concetti economico-finanziari utili per le analisi svolte nel prosieguo del lavoro mentre il capitolo 5 si concentra sulle diverse articolazioni che il rischio cambio viene ad assumere (di transazione, economico e di traduzione), analizzandone gli effetti sull'attività di capital budgeting internazionale. Per una impresa multinazionale una fonte di rischio ineludibile è quello politico. Obiettivo del capitolo 6 è contestualizzarne dimensione, misurazione e gestione nell'ambito dell'operatività delle MNE in modo da poterne tenerne debito conto nelle decisioni di capital budgeting internazionale.

Un investimento diretto all'estero può essere realizzato attraverso l'istituzione e l'avviamento di una nuova succursale o tramite acquisizione di una società già operante sul territorio. L'ultimo capitolo è dedicato all'intero processo di identificazione, valutazione ed acquisizione di una impresa estera.

Il testo è arricchito da un innovativi contributi alla letteratura scientifica in tema di scelte di localizzazione degli investimenti all'estero, di impiego delle opzioni reali nei processi di capital budgeting internazionale, di determinanti del rischio di cambio, di effetti del rischio politico sul costo del capitale, di modalità di pagamento delle operazioni di cross border merger and acquisition.

Il carattere prettamente scientifico del lavoro non toglie che possa essere molto apprezzato anche da manager finanziari impegnati nella quotidiana gestione degli investimenti all'estero delle proprie aziende ovvero essere la base di corsi avanzati di international finance.

Per quanto ci si sia sforzati di mantenere un atteggiamento neutrale, il testo potrà sembrare permeato da una forte enfasi verso la irrazionalità di ogni decisione di investimento produttivo che non contempli alcuna ipotesi di internazionalizzazione. Me ne scuso con il lettore ma è mia ferma convinzione che oltre le non trascurabili difficoltà ed i rilevanti rischi che

l'internazionalizzazione degli scambi (e l'investimento diretto all'estero in particolare) comporta sì celino grosse opportunità, in termini di valore economico e sociale, che attendono solo di essere colte da chi sarà in grado di comprendere, analizzare e gestire difficoltà e rischi che rispetto all'ambito domestico hanno solo localizzazione differente. Spero di riuscire con questo lavoro a fornire un contributo in questa direzione.



# 1. *Microeconomia delle imprese multinazionali*

In questo capitolo introduttivo si fornirà un primo background teorico all'analisi che sarà sviluppata nel prosieguo della trattazione. L'esistere delle imprese multinazionali (che indicheremo in questo testo anche con l'acronimo inglese MNE, multinational enterprises) è l'effetto di imperfezioni nel funzionamento dei mercati internazionali dei beni e dei servizi. Partendo dall'analisi della classica teoria del vantaggio comparato si evidenzieranno i limiti al funzionamento "perfetto" dei mercati internazionali dei beni e dei servizi che creano spazi alla nascita ed al prosperare delle imprese multinazionali. Si analizzeranno in un'ottica microeconomica i vantaggi che le imprese possono ottenere dall'investimento diretto all'estero (che in questo testo indicheremo anche con l'acronimo IDE) e le condizioni perché questi vantaggi possano effettivamente essere conseguiti e soprattutto mantenuti nel tempo. Si concluderà il capitolo con una analisi di taluni aspetti "comportamentali" che si registrano nell'operatività diretta delle aziende con l'estero e con una breve e sintetica disamina delle modalità concrete attraverso cui tale intervento viene effettivamente a realizzarsi.

## **1.1 Il commercio internazionale nella teoria ricardiana**

Ipotizziamo per semplicità che esistano due sole nazioni A e B, due soli beni producibili dalle aziende 1 e 2 ed un unico fattore di produzione, il lavoro. Nel paese A è possibile produrre, in ogni unità temporale di durata  $t$ , 10000 unità del bene 1 o 4000 del bene 2, mentre la capacità produttiva del paese B è di 6000 unità del bene 1 oppure di 5000 del bene 2. Assumiamo inoltre che il mercato sia perfettamente concorrenziale, che gli operatori agiscano in condizioni di certezza, assenza di costi di transazione e di trasporto, nessuna interferenza delle autorità governative né barriere al com-

mercio interno ed internazionale. Per semplicità consideriamo che in entrambi i Paesi la capacità produttiva sia allocata per il 60% nel bene 1 e per il restante 40% nel bene 2 (nulla cambia se assumiamo una diversa distribuzione della capacità produttiva nazionale). In assenza di scambi tra i due paesi la produzione ed il consumo (e di conseguenza l'utilità) complessiva di questo stilizzato mondo sarebbe di  $0,6 \times 16000 = 9600$  unità del bene 1 e di  $0,4 \times 9000 = 3600$  unità del bene 2, così ripartita:

Tab. 1.1 - Produzione mondiale: nessun Paese si specializza

<i>Paese</i>	<i>Bene 1</i>	<i>Bene 2</i>	<i>Totale</i>
A	6000	1600	7600
B	3600	2000	5600
Totale	9600	3600	13200

Se invece ciascuno dei paesi si specializzasse nella produzione del bene in cui ha un vantaggio comparato, ossia se il Paese A impiegasse la sua intera capacità produttiva nella produzione del bene 2 e la nazione B nel bene 1 si otterrebbe un evidente incremento della produzione complessiva mondiale, e di conseguenza del consumo nonché dell'utilità.

Tab. 1.2 - Produzione mondiale: entrambi i Paesi si specializzano

<i>Paese</i>	<i>Bene 1</i>	<i>Bene 2</i>	<i>Totale</i>
A	10000		10000
B		5000	5000
Totale	10000	5000	15000

Scambiando parte delle proprie produzione entrambi i Paesi riuscirebbero a coprire anche il fabbisogno dell'altro bene e complessivamente ad aumentare il benessere. Il prezzo che si formerà sul mercato internazionale determinerà come la maggiore utilità scaturita dalla specializzazione sarà ripartita tra i due Paesi. Se ad esempio il Paese A vende 2,5 unità del bene 1 in cambio di una unità del bene 2 (ossia ad un prezzo pari al rapporto di produzione interno dei due beni) non otterrà alcun beneficio dallo scambio ma la maggiore utilità creata sarà interamente appannaggio del Paese B. Viceversa se una unità del bene 2 è scambiata in funzione di 1,2 unità del bene 1. La tab. 1.3 chiarisce circostanza. Se il rapporto di scambio è 2,5 a 1 (Panel A) il Paese A scambiando 4000 unità del bene che produce otterrà una utilità identica all'ipotesi in cui non avvenisse alcuno scambio internazionale mentre la maggiore produzione derivante dalla specializzazione sarà consumata dal Paese B. Se lo scambio avviene al prezzo di 1,2 unità del



bene 1 per ogni unità del bene 2 (Panel B), il paese B cedendo 3000 unità del bene 2 è nella stessa situazione iniziale. I vantaggi del commercio internazionale sono interamente assorbiti dal paese A.

*Tab. 1.3 – I Paesi si specializzano e scambiano la produzione in eccesso*

*Panel A: rapporto di scambio 2,5 unità bene 1 contro una del bene 2*

<i>Paese</i>	<i>Bene 1</i>	<i>Bene 2</i>	<i>Totale</i>
A	6000	1600	7600
B	4000	3400	7400
Totale	10000	5000	15000

*Panel B: rapporto di scambio 1,2 unità bene 1 contro una del bene 2*

<i>Paese</i>	<i>Bene 1</i>	<i>Bene 2</i>	<i>Totale</i>
A	6400	3000	9400
B	3600	2000	5600
Totale	10000	5000	15000

È ovvio che un rapporto di scambio compreso tra 2,5 e 1,2 unità del bene 1 in funzione di una unità del bene 2 permette ad entrambi in Paesi di beneficiare dei vantaggi dell'“internazionalizzazione dei commerci. 1,85 è il teorico prezzo di equilibrio che permette di rendere equa la ripartizione dei benefici. La tab. 1.4 considera tale prezzo di scambio e, per facilità di raffronto con le tabelle sopra riportate, ipotizza nel Panel A uno scambio di 4000 unità del bene 1 e nel Panel B di 3000 unità del bene 2. È evidente come in entrambi i casi entrambi i Paesi possano godere di una maggiore utilità.

*Tab. 1.4 – Prezzo di scambio 1,85 unità del bene 1 per ogni unità del bene 2*

*Panel A: il Paese A cede 4000 unità del bene 1*

<i>Paese</i>	<i>Bene 1</i>	<i>Bene 2</i>	<i>Totale</i>
A	6000	2162	8162
B	4000	2838	6838
Totale	10000	5000	15000

*Panel B: il Paese B cede 3000 unità del bene 2*

<i>Paese</i>	<i>Bene 1</i>	<i>Bene 2</i>	<i>Totale</i>
A	4450	3000	7450
B	5500	2000	7500
Totale	10000	5000	15000

Tale sistema è ovviamente estendibile, con le complessità del caso, a più di due paesi e/o più di due beni.

Volendo tradurre la teoria del vantaggio comparato in termini matematici siano valide le seguenti notazioni:

$L_1$  = quantità di lavoro per produrre una unità del bene 1;

$L_2$  = quantità di lavoro per produrre una unità del bene 2;

$P_1$  = il prezzo del bene 1

$P_2$  = il prezzo del bene 2

I rapporti  $L_{1(A)}/L_{2(A)}$  e  $L_{1(B)}/L_{2(B)}$  esprimono il costo opportunità della produzione del bene 1 rispetto al bene 2 rispettivamente per i Paesi A e B, ossia indicano a quante unità del bene 2 occorre rinunciare per riuscire a produrre una unità in più del bene 1. Se:

$$\frac{L_{1(A)}}{L_{2(A)}} < \frac{L_{1(B)}}{L_{2(B)}} \quad (1.1)$$

il Paese A gode di un vantaggio comparato nella produzione del bene 1 in quanto ha la possibilità di produrre una unità in più del bene 1 rinunciando a meno unità del bene 2 rispetto al Paese B.

Qualora non esistessero scambi internazionali il prezzo all'interno di ciascun Paese dei beni 1 e 2 sarebbe in condizioni di equilibrio funzione della quantità di lavoro impiegata per produrli ossia:

$$\frac{P_{1(A)}}{P_{2(A)}} = \frac{L_{1(A)}}{L_{2(A)}} \text{ e } \frac{P_{1(B)}}{P_{2(B)}} = \frac{L_{1(B)}}{L_{2(B)}} \quad (1.2)$$

Al Paese A converrà quindi cedere al Paese B parte della sua produzione del bene 1 e soddisfare il suo fabbisogno di bene 2 acquistandolo all'estero se e solo se:

$$\frac{P_{1(A)}}{P_{2(A)}} < \frac{P_1}{P_2} \quad (1.3)$$

Analogamente per il Paese B la convenienza a cedere all'estero parte della sua produzione del bene 2 e coprire con le importazioni il fabbisogno del bene 1 si ha se e solo se:

$$\frac{P_1}{P_2} < \frac{P_{1(B)}}{P_{2(B)}} \quad (1.4)$$

Di conseguenza:

$$\text{se: } \frac{L_{1(A)}}{L_{2(A)}} < \frac{P_1}{P_2} < \frac{L_{1(B)}}{L_{2(B)}} \quad (1.5)$$

$$\text{o se: } \frac{L_{1(A)}}{L_{2(A)}} > \frac{P_1}{P_2} > \frac{L_{1(B)}}{L_{2(B)}} \quad (1.6)$$

entrambi i Paesi avranno convenienza a specializzarsi. Nel primo caso il Paese A si specializzerà nella produzione del bene 1 mentre il Paese B nella produzione del bene 2. Viceversa nel secondo caso. Lo scambio internazionale permetterà ad entrambi di soddisfare la domanda del bene in cui non si è specializzati e complessivamente di generare una maggiore ricchezza. Infatti, restando nell'ipotesi che il Paese A abbia il vantaggio comparato nella produzione del bene 1 impiegando una unità di lavoro produrrà  $1/L_{1(A)}$  quantità del bene 1 che scambierà con il Paese B ottenendo  $\frac{1}{L_{1(A)}} \frac{P_1}{P_2}$  quan-

tità del bene 2. In alternativa avrebbe potuto impiegare l'unità di lavoro per produrre  $1/L_{2(A)}$  quantità del bene 2. Poiché in base a quanto detto sopra  $\frac{1}{L_{2(A)}} < \frac{1}{L_{1(A)}} \frac{P_1}{P_2}$  il Paese, in condizioni di certezza, troverà conveniente

specializzarsi nella produzione del bene 1 in quanto riuscirà ad impiegare una unità di lavoro per ottenere (indirettamente tramite lo scambio internazionale) una quantità del bene 2 superiore a quella che avrebbe ottenuto producendola internamente. La quantità di bene 2 che riesce ad ottenere in più è funzione del rapporto  $P_1/P_2$ . Tanto più è basso tanto più il Paese A guadagna dallo scambio internazionale. Tanto più elevato è tale rapporto tanto più appannaggio del Paese B i vantaggi dello scambio internazionale.

## 1.2 Le imprese multinazionali

Non è certamente sfuggito al lettore che la realtà è molto più complessa, articolata e soprattutto imperfetta di quella dipinta dalla teoria ricardiana, specie oggi. I principali limiti del modello sono così sintetizzabili:

1. le aziende ed ogni altro operatore economico non operano in condizioni di certezza ma in condizioni di incertezza. La diversificazione produttiva interna di ogni Paese è il modo più naturale e finanziariamente corretto per ridurre il rischio derivante dall'incertezza della domanda estera di beni nazionali e dall'incertezza dell'offerta estera di beni non prodotti internamente;
2. i Governi nazionali non sono neutrali rispetto agli scambi internazionali. Il loro intervento, volto al conseguimento di obiettivi di politica monetaria, fiscale, geopolitica, militare, protezionistica, ecc. si sostanzia in genere nell'imposizione di tariffe, dazi, regole amministrative o nell'innalzamento di veri e propri divieti all'importazione che non permettono la piena specializzazione produttiva dei diversi paesi;

3. i fattori che vengono oggi impiegati nella produzione sono molti di più di quelli considerati dalla teoria classica. Molti degli elementi che agiscono sui fattori di produzione presentano inoltre caratteri di natura immateriale, si pensi alle competenze manageriali, al sistema giuridico, alla professionalità della forza lavoro disponibile ecc.;
4. diversi tra tali fattori produttivi (si pensi al capitale, alla tecnologia o alla stessa forza lavoro) oggi sono, con alcune eccezioni spesso limitate alle sole nazioni in via di sviluppo, pressoché liberi di muoversi tra i diversi paesi. Ciò determina che l'equilibrio prospettato dalla teoria del vantaggio comparato possa anche realizzarsi indirettamente tramite la circolazione dei fattori produttivi anziché attraverso lo scambio di beni e dei servizi;
5. il mercato è lontano dall'assumere caratteri di concorrenza perfetta;
6. altri fattori non certo trascurabili concorrono a limitare le possibilità che le economie diventino perfettamente specializzate: si pensi all'innegabilità dei costi di trasporto e di accesso ai mercati esteri o alla circostanza che la produzione di un Paese estero possa essere perfettamente fungibile a quella nazionale.

Interpretando in maniera stringente le assunzioni del modello ricardiano deve escludersi la possibilità che una impresa effettui investimenti diretti in un Paese estero o, estendendo il modello per includere anche il capitale tra i fattori produttivi, quantomeno ritenere che per le imprese sia del tutto neutrale farlo. È l'esistenza delle imperfezioni sopra citate che fa sorgere la possibilità e soprattutto la convenienza per una azienda ad investire direttamente in un Paese estero.

Una impresa multinazionale è dunque una impresa che effettua investimenti diretti in un Paese differente da quello di origine.

Una impresa multinazionale può essere definita come una impresa che detiene controllate, filiali, stabilimenti, succursali, ecc., che svolgono attività operativa in più Paesi. Non sono propriamente qualificabili come multinazionali imprese che pur svolgendo una rilevante quota della propria operatività con l'estero (ad esempio solo esportazione) hanno sede, direzione generale, stabilimenti e succursali operative localizzate in un solo Paese. Altrettanto non possono essere definite multinazionali imprese che all'estero abbiano solo uffici di rappresentanza o piccole strutture di appoggio. Il carattere multinazionale di queste società spesso è riscontrabile anche nella compagine societaria e nella composizione del board e della dirigenza.

Le imprese multinazionali si differenziano tra loro sotto molteplici, sostanziali aspetti. Spesso questi caratteri risultano fortemente influenzati dal

contesto sociale, culturale, storico, giuridico ed economico-finanziario del Paese della casa madre o dei soci di controllo. Le multinazionali riconducibili ai contesti dei Paesi Anglosassoni, ad esempio, presentano spesso un capitale sociale ampiamente diffuso tra privati investitori (sono delle vere e proprie public company) e l'obiettivo del management (che in genere non possiede elevate quote del capitale sociale) è inequivocabilmente la creazione di valore per gli azionisti (shareholder value). Al contrario, nei Paesi dell'Europa continentale ed in Giappone è facile che la maggioranza (o comunque quote di stabile controllo) del capitale sociale delle MNE sia riconducibile al settore pubblico (governo o enti locali) a società finanziarie, imprenditori e loro familiari, gruppi di azionisti legati da patti parasociali. In tali contesti socio-economici è d'uso riscontrare che gli obiettivi del management tengano anche conto di altri portatori di interessi e dunque anche la difesa dell'occupazione, la salvaguardia dell'ambiente, lo sviluppo del territorio, la tutela dei finanziatori e degli azionisti di minoranza, ecc., siano altamente presi in considerazione nella definizione delle strategie di business. La ricerca dello stakeholder value è particolarmente forte in quei contesti socio-economico-giuridici in cui i sindacati hanno assunto un importante ruolo, il governo con normalità interviene sui mercati finanziari, i valori ambientalistici sono fortemente sentiti ed il sistema finanziario è fortemente banco-centrico, ossia in tutti quei sistemi economico-finanziari in cui gli azionisti di controllo sono fortemente contrastati da altri soggetti portatori di interessi verso l'attività dell'impresa. Non deve quindi sorprendere che le MNE shareholders oriented riescano più facilmente ad attrarre investitori esteri. Anche dal punto di vista dimensionale le MNE si presentano notevolmente differenziate, benché si tratti quantomeno di imprese di medio-grande dimensione. Nonostante il loro carattere internazionale, comunque, le MNE oggi sono ancora lontane dal poter essere definite imprese veramente globali. Rugman e Verbeke (2004) infatti analizzando 380 tra le più grandi multinazionali al mondo trovano come l'85% circa di queste abbia più dell'80% del proprio fatturato generato all'interno della area geografica di riferimento (Europa, Nord America, Asia).

I motivi per cui una impresa decide di diventare multinazionale ed i modi attraverso cui questa espansione all'estero può essere realizzata saranno oggetto dell'analisi dei prossimi paragrafi, ci limitiamo in queste righe conclusive ad osservare che, nonostante i limiti sopra riassunti, i principi di base della teoria del vantaggio comparato sono comunque sempre validi: più specializzato diventerà il mondo nella produzione di beni e servizi, maggio-