



Università degli Studi di Ferrara

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA, ISTITUZIONI, TERRITORIO

Corso Ercole I D'Este n.44, 44100 Ferrara

Quaderni del Dipartimento

n.1/1999

Gennaio 1999

Corporate governance, social governance e privatizzazioni

Patrizio Bianchi, Daniela Bastianelli e Marco Sassatelli

Gennaio 1999

Corporate governance, social governance e privatizzazioni[♦]

Patrizio Bianchi, Daniela Bastianelli e Marco Sassatelli

Sommario

Il termine governance è stato di recente adottato da una vasta letteratura per analizzare le diverse forme di controllo e gestione delle imprese industriali - la cosiddetta corporate governance - e per altro, parallelamente viene ora usato anche da un numero crescente di studiosi per identificare i modi di organizzazione e coesione della più ampia struttura economica e sociale di un paese o di una regione - la cosiddetta social governance.

Mentre esiste ormai un'ampia letteratura nel campo della corporate governance, ed una crescente attenzione per la social governance, è stata finora scarsamente esplorata la connessione tra i due livelli, cioè come si possa agire sul regime proprietario e gestionale delle imprese per disegnare ed attuare una azione che possa riformare l'organizzazione sociale dell'economia nel suo complesso.

L'articolo analizza in questa prospettiva i mutamenti in corso nell'industria italiana, in particolare propone una analisi del recente processo di fusioni ed acquisizioni e verifica come si colloca ora in questa prospettiva l'attuale fase di privatizzazione di imprese pubbliche.

[♦] Il presente lavoro è stato elaborato nell'ambito del Progetto strategico CNR: "Governance e sviluppo economico: istituzioni, federalismo e governo dell'economia". Questo articolo presenta le elaborazioni già in parte presentate in Acquisizioni Fusioni e Concorrenza, n. 1/97 della Banca Dati del Laboratorio di Politica Industriale di Nomisma.

0. Premessa

Il termine *governance* è stato di recente adottato da una vasta letteratura per analizzare le diverse forme di controllo e gestione delle imprese industriali - la cosiddetta *corporate governance* - e per altro, parallelamente viene ora usato anche da un numero crescente di studiosi per identificare i modi di organizzazione e coesione della più ampia struttura economica e sociale di un paese o di una regione - la cosiddetta *social governance*.

Mentre esiste ormai un'ampia letteratura nel campo della *corporate governance*, ed una crescente attenzione per la *social governance*, è stata finora scarsamente esplorata la connessione tra i due livelli, cioè come si possa agire sul regime proprietario e gestionale delle imprese per disegnare ed attuare una azione che possa riformare l'organizzazione sociale dell'economia nel suo complesso.

L'articolo analizza in questa prospettiva i mutamenti in corso nell'industria italiana, in particolare propone una analisi del recente processo di fusioni ed acquisizioni e verifica come si colloca ora in questa prospettiva l'attuale fase di privatizzazione di imprese pubbliche.

1. Corporate governance e sviluppo industriale

Negli anni recenti è emerso il termine *governance* per intendere la struttura organizzativa e decisionale di un gruppo sociale. In questo senso il termine è stato adottato dapprima in ambito sociologico, poi anche in ambito economico, per intendere non solo gli elementi strutturali caratterizzanti di un gruppo sociale, ma anche la varietà dei progetti, delle relazioni fra loro esistenti delle regole formali ed informali che portano ad elaborare ed attuare le scelte sociali.

In questo senso il termine *governance* assume un senso più ampio del termine *government*, adottato invece nella letteratura politologica ed economica con l'accezione più specifica di un momento di struttura di rappresentanza politica ed organizzativa atta alla esecuzione di decisioni coinvolgenti l'intero corpo sociale.

Il termine *governance* è stato di recente adottato da una vasta letteratura per analizzare le diverse forme di controllo e gestione delle imprese industriali - la cosiddetta *corporate governance* - e per altro, parallelamente viene ora usato anche da un numero crescente di studiosi per identificare i modi di organizzazione e coesione della più ampia struttura economica e sociale di un paese o di un'area - la cosiddetta *social governance*.

Questa terminologia assume il suo significato più interessante in una prospettiva evolucionista, in cui la dinamica economica è strettamente legata alla evoluzione delle relazioni esistenti tra i soggetti operanti nella struttura sociale di riferimento. In questo contesto la dinamica di impresa è stata analizzata come l'interazione tra struttura proprietaria e struttura gestionale, aventi diversi fini e diversi parametri di successo; un conflitto quindi da cui deriva una dinamica positiva per l'intero corpo sociale composto sia dai proprietari che dai gestori dell'impresa.

D'altra parte l'analisi evolucionista individua il motore della dinamica sociale nella interazione conflittuale fra soggetti autonomi aventi fini comuni. Il modello di organizzazione di tale struttura sociale può differire perchè i singoli in realtà si riuniscono in gruppi sociali, che si contrappongono tra loro all'interno della struttura sociale più ampia.

Mentre esiste ormai un'ampia letteratura nel campo della *corporate governance*, ed una crescente attenzione per la *social governance*, è stata finora scarsamente esplorata la connessione tra i due livelli, ed in particolare come si possa agendo sulle norme che regolano la *corporate governance* agire sulla più ampia *social governance*. In altre parole come si possa agire sul regime proprietario e gestionale delle imprese per disegnare ed attuare un'azione che possa modificare la struttura economica della società nel suo complesso.

Il termine *governance* ha trovato in ambito economico riscontro nella specificazione delle diverse forme di organizzazione delle strutture proprietarie e decisionali di impresa. In questo senso il

termine corporate governance è stato assunto per descrivere l'intero sistema di relazioni interno ed una impresa, la definizione della struttura proprietaria, l'articolazione della sua organizzazione gestionale interna, le relazioni tra proprietà e gestione. In questo senso assumendo una visione neoistituzionalista che descrive l'impresa come un nodo di relazioni contrattuali, per corporate governance si intende la struttura dei contratti che lega i singoli fra loro, nell'ambito di una stessa struttura d'impresa.

L'esistenza di contratti tra loro diversi definisce anche obiettivi diversi e quindi nella composizione di interessi non convergenti si delinea una forma di controllo reciproco che permette di definire infine la stessa impresa come soggetto distinto rispetto ai singoli che in essa operano.

La tradizione tipicamente anglosassone definisce così una impresa definita corporation in cui la proprietà è suddivisa in quote azionarie a loro volta commerciabili sul mercato dei diritti di proprietà e la gestione è accentrata in un management, a sua volta acquisibile e scambiabile in un suo specifico mercato.

L'impresa è dunque essa stessa una istituzione, cioè un insieme sociale organizzato di relazioni contrattuali e regole di gestione di tali relazioni. Come tale l'impresa richiede tuttavia l'esistenza dei due mercati connessi, dei diritti di proprietà dati dalla borsa e dal mercato del lavoro, nella fattispecie del manager.

Ne consegue che il funzionamento dell'una richiede una coerenza nelle istituzioni connesse, cosicché è sempre più evidente che esiste una sorta contestualità nello sviluppo delle tre istituzioni, mercato dei capitali, mercato del lavoro, ed organizzazione d'impresa.

Laddove la struttura di proprietà non si organizza in mercato autonomo ne consegue che la stessa impresa risulta diversamente strutturata ed a sua volta la richiesta di manager è diversamente formulata.

Una vasta ed eterogenea letteratura ha utilizzato questa chiave di lettura per delineare modelli di organizzazione sociale dell'economia, segnati da diversi rapporti tra proprietà dell'impresa e gestione dell'impresa.

La scoperta, in verità un po' naïf degli anni recenti, è che il corporate governance è fortemente segnato da caratteri nazionali, cosicché il modello borsa-corporation-managers, che ha segnato la storia americana non è generalizzabile ovunque.

Ad un modello anglosassone si è così contrapposto un modello renano, perché consolidato nella Germania Federale, ove il luogo di aggregazione del controllo proprietario non è un mercato dei capitali ma una organizzazione bancaria che struttura la proprietà e ne specifica regole che sono diverse da quelle presentate dalla letteratura statunitense.

D'altra parte anche i modelli proprietario e gestionale caratterizzanti Francia ed Italia sono ben diversi fra loro, ponendo esplicitamente in campo per un verso il ruolo dello Stato e per altro le famiglie.

In questa prospettiva la trasformazione del profilo industriale italiano nella fase immediatamente precedente la unificazione monetaria implica la ridefinizione di un modello di corporate governance che, partendo dalla storia italiana, possa evolvere verso caratteri compatibili con quelli degli altri paesi europei. E' necessario tuttavia reidentificare gli aspetti essenziali della dinamica industriale di questi ultimi anni, così da capire come le stesse imprese si siano poste in condizione di affrontare le successive fasi di integrazione europea.

2. Tendenze alla concentrazione e riorganizzazione del sistema industriale italiano

Le trasformazioni in corso nel profilo di corporate governance in Italia possono essere colte attraverso una revisione delle tendenze nel mercato delle fusioni e acquisizioni. Utilizzando ancora una volta la Banca Dati del Laboratorio di Politica Industriale di Nomisma, disponiamo di oltre 17000 transazioni su cui effettuare diverse elaborazioni.

Analizzando le operazioni di acquisizione maggioritarie dal 1983 al 1996 individuamo facilmente due fasi, aventi punto di svolta nel 1990.

La prima fase, 1986-1990, vede chiaramente una crescita continua delle operazioni, in linea con le tendenze europee. Vi è un generale consenso nel ritenere che l'annuncio e la prima realizzazione del mercato unico abbiano favorito il rilancio di operazioni di concentrazione.

Il secondo periodo, dal 1990 al 1996, è a sua volta suddiviso in due fasi: dal '91 al '94, di netta caduta delle operazioni, e dal '95 in poi in cui, in una fase di rilancio dell'integrazione europea e di maggiore stabilità economica e finanziaria, si ritrova un più breve ciclo di M&A.

Queste operazioni di maggioranza vengono accompagnate parallelamente da un numero ridotto di fusioni e da una varietà di operazioni di minoranza che articolano diversamente i rapporti proprietari. Gli aspetti più rilevanti riguardano per l'Italia la dimensione degli operatori.

Valutando la dimensione degli acquirenti si registra un sensibile ridimensionamento delle acquisizioni concluse da imprese con fatturato consolidato superiore ai 1000 miliardi, che hanno ridotto la propria attività di M&A passando dal 29% delle acquisizioni concluse nel '93 al 16% nel 1996. La stasi relativa del mercato risulta come effetto del saldo tra dinamismo delle piccole e medie imprese e razionalizzazione interna dei grandi gruppi.

Per contro, sono ormai diversi anni che si rileva un forte attivismo delle imprese di piccole e medie dimensioni come si evince dal fatto che nel 1996 circa il 45% delle operazioni di acquisizione sono state realizzate da imprese con fatturato consolidato inferiore ai 500 miliardi, percentuale che risulta in lieve diminuzione negli anni '93-96.

Le aziende target continuano ad essere prevalentemente le imprese di piccole e medie dimensioni: come negli anni passati, soltanto una bassa percentuale delle imprese acquisite (il 22% nel 1996) hanno un fatturato consolidato superiore a 1000 miliardi mentre per oltre il 54% si tratta di piccole imprese.

Aumenta invece sensibilmente il numero delle acquisizioni realizzate da imprese estere nell'industria nazionale: infatti nel corso degli ultimi anni c'è stato un incremento notevole degli investimenti esteri non solo nell'industria privata ma soprattutto nelle imprese pubbliche. Circa il 26% delle acquisizioni di imprese pubbliche nel 1995 sono state concluse da imprese a capitale estero, percentuale che nel 1996 è salita al 46.88%.

3. Strategie di crescita e configurazioni di corporate governance

La crescita per specializzazione delle piccole e medie imprese è l'elemento distintivo del mercato del M&A, mentre i grandi gruppi sono impegnati, per la maggior parte, in attività di ristrutturazione e consolidamento. Complessivamente il mercato tende ad una maggiore concentrazione settoriale e si osserva che in alcuni specifici comparti diventa rilevante la presenza di imprese estere. Peraltro la crescita all'estero tramite acquisizione rimane invece uno dei punti di debolezza del nostro sistema imprenditoriale che affida la propria presenza sui mercati internazionali ad altri strumenti di natura non-equity.

Il punto di forza delle piccole imprese è la tendenza a definire percorsi che diremo di "crescita per specializzazione allargata", che trova conferma nella realizzazione di acquisizioni di tipo orizzontale. Esse hanno infatti delineato strategie di crescita piuttosto chiare rivolgendo la propria attenzione verso imprese che realizzano prodotti direttamente competitivi o strettamente correlati con quelli già forniti, con l'intenzione di ampliare e integrare la gamma di prodotti già offerti. Si assiste inoltre alla costituzione di poli produttivi finalizzati all'integrazione dei prodotti e ad una maggiore razionalizzazione del processo produttivo, realizzati a volte, con scambi di partecipazioni fra imprese alleate.

Si registra poi la crescita di alcune imprese successivamente alla loro quotazione in Borsa è interessante perciò osservare come in questi casi lo strumento di finanziamento alternativo al tradizionale ricorso all'indebitamento sia risultato efficace nell'originare percorsi di crescita esterna. L'aspetto più importante che emerge non soltanto dall'analisi relativa al 1996 ma anche dalle dinamiche risultanti nell'ultimo decennio è l'affermazione di un gruppo di imprese di medie dimensioni, che delinea una ridefinizione degli spazi competitivi in un sistema produttivo più equilibrato.

Se poi si analizza nello specifico la relazione dimensionale tra le imprese coinvolte in processi acquisitivi disaggregando maggiormente le classi di fatturato dell'acquirente e dell'acquisita, emerge che esistono poche operazioni tra imprese di dimensioni effettivamente simili e, soprattutto negli ultimi anni, non si registrano - se non in rari casi e ad eccezione degli accorpamenti tra istituti di credito - operazioni di fusione extragruppo. Imprese di medie dimensioni rivolgono la loro attenzione verso aziende decisamente più piccole la cui integrazione non mette in discussione la struttura di comando dell'acquirente. Le strategie di specializzazione e di concentrazione settoriale realizzate nel mercato del M&A portano dunque le imprese a mantenere la corporate governance esistente, centrata su un forte accentramento personale e familiare. Anche laddove esiste una relativa crescita dimensionale delle imprese per effetto dell'operazione di acquisizione non si riscontra comunque una vera spersonalizzazione dell'azienda.

L'attività dei grandi gruppi, per contro, si articola soprattutto nella ricerca o nel consolidamento di posizioni di *leadership* come dimostrano numerose operazioni che seguono comunque logiche di concentrazione nell'attività principale. Già dai primi anni '90, si assiste ad un forte snellimento delle strutture imprenditoriali più complesse, fatte di una pluralità di società finanziarie intermedie risultate non più efficienti e per l'attuazione di una rifocalizzazione tecnica e strategica verso il core-business. I grandi gruppi sono ancora in fase di realizzazione delle loro strategie di riposizionamento strategico e che sono ancora in atto dismissioni che a volte sfociano nell'uscita definitiva da settori ritenuti non cruciali per un riposizionamento del gruppo per mercati aperti e competitivi. I grandi gruppi operano quindi fusioni intragruppo e dismissioni per semplificare e rendere più efficiente il sistema di controllo interno e nel contempo realizzano poche, attentissime acquisizioni di controllo per rafforzare le loro capacità tecniche, oppure per acquisire il controllo di reti di vendita del loro prodotto principale, sfuggendo alle tentazioni così frequenti negli anni ottanta di crescere rapidamente solo per raggiungere una dimensione conglomerale complessiva significativa. I casi Gemina e Finmeccanica pongono in evidenza il rischio di crescita rapida per agglomerazione di imprese con ceppi tecnologici distinti.

Diversi i casi invece di imprese cresciute in settori tradizionali, che ricercano a livello di gruppo finanziario diversificazioni nette verso altre attività, comunque gestite separatamente rispetto al core-business, come nel caso di Benetton, che acquista il controllo di Autogrill.

I processi di semplificazione delle strutture di gruppo sono determinati quindi dalla convenienza strategica verso un netto *refocusing delle attività*, ma anche dall'opportunità di ridurre i costi che derivano da un'articolazione societaria eccessiva. Il netto fallimento di strutture societarie piramidali o organizzate in scatole cinesi, delinea quindi la tendenza verso una effettiva semplificazione delle strutture finanziarie; si torna così al principio che il successo di una impresa è legata al valore della produzione individuale e quindi alla solidità dell'organizzazione tecnica ed economica, che gestisce questa produzione ed il relativo potere di mercato. Questa necessità di tornare a ragionare in termini di capacità di presenza effettiva nel mercato globale porta a rivedere la natura delle operazioni di crescita esterna.

Nell'insieme delle transazioni concluse da imprese con fatturato superiore a 500 miliardi, si nota infatti una perdita di rilevanza delle acquisizioni di controllo ed un contestuale aumento di scambi azionari o di acquisizioni minoritarie che consentono non soltanto ritorni finanziari, ma anche la realizzazione di sinergie e l'ingresso in nuovi mercati.

La Barilla ha raggiunto il controllo del 49% del capitale della Danuta, società leader in Polonia nel settore della pasta, mentre la Koipe ha rilevato dalla spagnola Aceprosa i marchi commerciali di oli di semi Arlesol Oro Rubio e Arlesa.

Sebbene rappresentino tuttora una eccezione nel quadro di riposizionamento della grande industria, casi come Luxottica, Bormioli Rocco Casa, Artsana e Salvatore Ferragamo Italia che raggiungono intese soprattutto in campo internazionale per espandersi in nuovi mercati, sono rilevanti.

Luxottica ha rilevato la maggioranza della statunitense Opty-World, mentre i gruppi Bormioli, Artsana e Ferragamo hanno rispettivamente rilevato le francesi Rive de Gier, attiva nel comparto delle vetrerie per la tavola, Prenatal, specializzata in prodotti per l'infanzia, e Ungaro, che produce calzature e accessori d'alta moda.

I gruppi in crescita orientano i propri investimenti sul mercato internazionale e le operazioni concluse presentano una significativa rilevanza strategica nei settori di riferimento perché permettono a queste imprese di consolidare posizioni di leadership direttamente sul mercato finale, integrando verticalmente imprese che intendono agire, giocando con propri marchi e proprie strategie di vendita.

4. Concentrazioni, gruppi, impresa familiare

L'analisi delle operazioni rilevate nel 1996 mostra una chiara tendenza alla concentrazione settoriale in quasi tutti i comparti manifatturieri, confermando i risultati già registrati per tutto il periodo 1991-95. Tale tendenza è più accentuata nell'alimentare (21 operazioni nel '96), nel chimico-farmaceutico (15), nel settore delle macchine e materiale meccanico (18), nel settore bancario (24) e in quello distributivo (51).

Si conferma dunque la tendenza all'aumento delle transazioni di tipo orizzontale (66.43%) che hanno registrato un sensibile incremento a discapito delle operazioni di integrazione verticale (2.14%) e di quelle di diversificazione (26.43%). L'atteggiamento imprenditoriale privilegia perciò investimenti in attività strettamente correlate con il core business, evidente sia nelle transazioni minoritarie che nei passaggi di controllo. Questa tendenza si è gradualmente accentuata nel corso degli anni '90 quando la consapevolezza del fallimento delle strategie di crescita adottate nel decennio precedente, principalmente incentrate su politiche di diversificazione, ha portato ad una rivisitazione delle scelte aziendali e delle conformazioni societarie divenute troppo articolate e complesse. L'interesse per le attività diverse da quella principale risulta quindi attenuato a vantaggio di acquisizioni orientate allo stesso segmento.

I comportamenti delle imprese hanno comunque assunto valenze strategiche diverse in relazione al settore di appartenenza.

Un'analisi delle dinamiche di concentrazione nel settore alimentare dimostra che la crescita va vista a livello di specifici comparti.

I comparti che sono stati maggiormente coinvolti da processi acquisitivi sono quelli del latte e derivati e quello delle bevande. E' tuttavia necessaria una ulteriore disaggregazione tra il comparto delle acque minerali e quello dei vini e delle bevande alcoliche per meglio comprendere nello specifico le dinamiche settoriali. Per quanto riguarda il settore delle acque minerali, in cui si registra una sensibile recessione dei consumi sempre più orientati verso prodotti a basso prezzo, l'attività di M&A è rivolta all'acquisizione delle fonti e all'espansione territoriale attraverso l'acquisizione di nuovi marchi. Il mercato risulta estremamente frammentato e costituito da imprese di piccole dimensioni proiettate su mercati essenzialmente regionali. Il fattore prezzo e quello relativo alla distribuzione e commercializzazione del prodotto incidono in misura determinante sulle strategie di crescita delle imprese che hanno visto ridurre i propri margini di guadagno a causa di una concorrenza basata proprio sul prezzo. Il processo di concentrazione in atto riflette perciò la necessità delle imprese di superare i limiti territoriali espandendosi in altre aree geografiche cercando

comunque di ovviare e ridurre gli alti costi di trasporto e di magazzinaggio che incidono pesantemente sulla propria localizzazione.

Per quanto riguarda il comparto dei vini e degli alcolici si rilevano dinamiche acquisitive rivolte al raggiungimento di sinergie commerciali e distributive; l'allargamento dei mercati geografici sembrerebbe essere la strategia maggiormente adottata dalle imprese per superare un momento di contrazione della domanda che si è in parte spostata su prodotti analcolici. Le transazioni concluse mostrano comunque una inversione di tendenza rispetto al passato in cui si era assistito ad un prevalente dominio delle multinazionali estere nell'industria italiana dei super alcolici. Gli accordi conclusi nel 1996 interrompono una lunga serie di acquisizioni che aveva portato marchi come Martini e Cinzano nel portafoglio di grandi gruppi esteri, e sfociano nell'ampliamento delle quote di mercato e nell'arricchimento della gamma di prodotti.

Tra le principali acquisizioni emergono il passaggio a Illva Saronno della società Zucca Rabarzuca, l'acquisizione da parte di Bersano della Ottavio Riccadonna e l'acquisto da parte della Fratelli Averna della Casoni Fabbricazione Liquori.

Il comparto che mostra maggiore dinamicità è quello lattiero caseario che ha registrato una accelerazione nelle strategie di crescita esterna delle imprese. L'impulso deriva dalle numerose privatizzazioni delle centrali del latte municipalizzate che offrono una buona occasione di espansione soprattutto ai leader del settore. Si nota infatti una ripartizione del mercato nazionale tra pochi grandi gruppi, come Parmalat (Tanzi) e Cirio (Cragnotti), e l'emergere di altri soggetti che stanno tentando di uscire da una dimensione multiregionale per affermarsi su tutto il territorio nazionale. Le operazioni di crescita esterna concluse nel 1996 portano infatti al consolidamento della *leadership* in campo nazionale e internazionale dei gruppi sopracitati e all'accorpamento di unità produttive minori che si ritagliano quote di mercato in spazi geograficamente più ristretti. Il gruppo Parmalat ha rilevato l'australiana Haberfields Dairy Group e la società Burro Dolomite; Cirio Polenghi De Rica ha acquisito la Centrale del Latte di Ancona e la Centrale del Latte di Napoli, Granarolo ha rilevato la Centrale di Parma.

Anche il settore delle macchine e materiale meccanico ha registrato un più evidente processo di concentrazione, mentre è il netto l'aumento di acquisizioni effettuate da imprese a capitale estero che hanno concluso 13 acquisizioni di maggioranza nel solo 1996. Elemento caratterizzante è perciò l'ampliamento dei confini entro cui si gioca la competizione del settore che preannuncia una concorrenza internazionale più vivace ed una ulteriore possibilità di espansione all'estero delle imprese e dei prodotti italiani. L'ingresso di capitali esteri nel settore si è manifestato attraverso l'acquisizione da parte della danese Grundfos Pompe Italia della Interdab; la statunitense United Dominion Industries ha rilevato le società Cofimco e Spig International mentre la svedese Alimark ha acquistato la Cimar Ponteggi.

Si profila una sempre maggiore specializzazione delle imprese che escono dalle attività marginali e si concentrano nel core-business.

Per quanto riguarda la logistica e i servizi di trasporto, le imprese hanno agito integrando con scambi equity le rispettive attività per poter offrire alla clientela più servizi oppure rilevando attività che consentono di espandere il volume dei propri traffici e quindi la propria presenza, sfruttando ulteriori canali di penetrazione.

Il comparto più rilevante dal punto di vista degli accordi che sono stati conclusi è sicuramente quello delle telecomunicazioni. La recente liberalizzazione dei servizi di tlc sta già cambiando gli scenari della competizione mondiale, sebbene gli effetti di questa apertura alla concorrenza si manifesteranno sicuramente in tempi non brevi. Dalle alleanze già concluse in campo mondiale emergono nuclei dominanti articolati attorno ad operatori forti che seguono strategie di espansione internazionale attraverso partnership o accordi con operatori locali. In Italia la riorganizzazione delle partecipazioni del gruppo De Benedetti e l'apertura del capitale di Mediaset hanno permesso l'ingresso di capitali esteri nel business della telefonia mobile e della televisione. Gli investimenti, concretizzati in acquisizioni di quote minoritarie, rappresentano i primi effetti dell'apertura del

settore ad un modello competitivo e non più monopolista. Tuttavia le caratteristiche dominanti sono a tutt'oggi quelle di mercati fortemente amministrati dove non è ancora possibile una reale apertura concorrenziale.

Il settore creditizio continua a mostrare un'accentuata tendenza alla concentrazione che sfocia nella costituzione di poli creditizi sempre più allargati su tutto il territorio nazionale senza tuttavia delineare operazioni di concentrazione paragonabili a quelle realizzate nel mercato europeo. La concorrenza internazionale non sembra avere interferito nel posizionamento delle banche sul mercato interno. Il rafforzamento delle aggregazioni creditizie è evidente soprattutto per alcuni soggetti di dimensioni medie che hanno destinato cospicui investimenti in aree geografiche in cui non erano ancora presenti. Tra le principali operazioni emergono le acquisizioni da parte della Banca Agricola Mantovana della Banca Popolare della Marsica e quella di Abbiategrasso; la Banca Popolare di Bergamo-Credito Varesino ha acquisito la Banca Popolare di Napoli, quella di Todi e quella Campana nonché la Banca di Credito Cooperativo di San Giorgio La Molara e la Banca Brignone; la Banca Antoniana ha invece rilevato la Banca popolare di Polistena, quella di Faenza e quella Veneta. Sembra essere sospesa l'espansione intrasettoriale dei gruppi creditizi più grandi che negli anni precedenti hanno ricoperto un ruolo di rilievo nell'M&A nazionale e internazionale; parallelamente si fa più acceso il loro interesse per l'industria manifatturiera manifestatosi attraverso l'acquisto di quote minoritarie. Numerosi istituti di credito tra cui Banca Crt, Banca del Salento, Banca popolare dell'Emilia Romagna e Banca Popolare di Brescia hanno sottoscritto l'aumento di capitale della Tav-Treno Alta Velocità mentre il Credito Italiano è entrato nel capitale della Sicop (costruzioni). La Compagnia San Paolo rileva poi la maggioranza del capitale di Situr, holding attiva nel turismo.

I dati relativi al settore commerciale e distributivo mostrano un vivace processo di concentrazione sebbene il numero di operazioni risulta essere "gonfiato" dai numerosi passaggi di unità commerciali localizzate in Italia avvenuti nell'ambito dell'uscita da comparti specifici di alcuni gruppi esteri. Ciò che emerge è infatti l'abbandono o la riduzione della presenza nell'hard discount di alcuni tra i leader della grande distribuzione, come la francese Carrefour e la tedesca Asko Metro. Tramontano così i loro progetti di espansione in Italia che facevano leva sulle mutate attitudini al consumo delle famiglie italiane rivolte a prodotti a basso prezzo, che avevano richiamato l'attenzione dei principali gruppi del settore. Ma la strategia di investimento negli hard discount si è rivelata meno redditizia di quanto gli operatori avessero stimato, provocando una contrazione dei margini di profitto di ciascun punto vendita. Continuano a crescere i gruppi che gestiscono direttamente il controllo del rapporto tra fonti di approvvigionamento capillari e bassi costi del singolo esercizio: è il caso della Penny Market Italia e della Gecos che sono subentrate ai gruppi esteri nella gestione dei numerosi centri commerciali disseminati in gran parte del territorio nazionale.

5. Internazionalizzazione e privatizzazioni

Il quadro di consolidamento delle imprese italiane mostra l'accentuarsi del divario tra il numero di acquisizioni concluse dalle imprese estere in Italia e quelle realizzate dalle aziende italiane all'estero. L'internazionalizzazione dell'industria italiana sembra perciò passare attraverso altri canali, quali gli investimenti *greenfields*, le *joint ventures* e le licenze commerciali, sebbene l'acquisizione sia il modo più strutturato di essere presenti all'estero. Le cause della debole dinamica acquisitiva dell'industria nazionale negli altri paesi europei ed extraeuropei. Sono rappresentate dal cambiamento rilevante nell'atteggiamento delle maggiori imprese italiane che negli ultimi tre anni hanno sostanzialmente mutato la loro configurazione nei rapporti con il capitale estero, passando gradualmente da acquirenti netti a venditori netti di imprese.

D'altra parte, l'altro elemento di rilievo è legato al fatto che anche i gruppi che hanno potuto crescere lo hanno fatto utilizzando modalità diverse di crescita esterna, come *joint ventures* e accordi produttivi, contribuendo a mantenere depressa la numerosità delle operazioni *cross-border*. Il

progressivo calo degli investimenti italiani all'estero, come mostrano i dati sull'internazionalizzazione relativi agli anni 1990-96, prefigura un rischio di crescente emarginazione dell'industria italiana dagli assetti competitivo-strategici dell'oligopolio continentale e globale.

Nonostante il numero di acquisizioni all'estero da parte di imprese italiane sia limitato, si può affermare che il dinamismo delle medie imprese contrasta con l'assenza dei grandi gruppi dalla scena delle acquisizioni internazionali, per cui si sta producendo la situazione quasi paradossale che la globalizzazione dell'industria italiana passa preferibilmente attraverso le imprese di dimensione più ridotta ribaltando di fatto quello che avviene nell'esperienza dell'industria europea. Il sistema delle medie imprese nazionali è già ampiamente presente all'estero con attività diverse dalla semplice presenza commerciale e le operazioni di acquisizione dimostrano che sono in corso azioni di consolidamento. A conferma di ciò si ritrovano infatti acquisizioni da parte di medie imprese all'estero improntate nella consapevolezza che diventa ormai necessario aprire nuovi canali di penetrazione per una diffusione più capillare dei prodotti: non sono infatti più sufficienti politiche di marketing per entrare in nuove aree geografiche, ma diventa necessario poter contare su una presenza strutturata realizzata attraverso acquisizioni di aziende estere ben presenti sul territorio. All'obiettivo commerciale e distributivo si affianca anche la possibilità di integrare la gamma di prodotti e di proporsi come *global suppliers* specializzato nel comparto di appartenenza.

I casi che sostengono questa impressione sono molti, fra i più recenti possiamo citare Safilo, produttrice di occhiali, che ha rilevato l'austriaca Carrera Optyl e la statunitense Smith Sport Optics; Dolomite che consolida la propria presenza nel settore delle calzature e abbigliamento da sci rilevando la svizzera Nytro Snowboard; Uniwear, società attiva nel settore della filatura del lino, ha acquisito il 51% della Hiltex, il più importante linificio della Germania dell'Est; Artemide, produttrice di lampade ha acquistato la francese Megalit mentre Mapei è entrata con una quota maggioritaria nel capitale della North American Adhesives, anch'essa produttrice di materiali ausiliari per l'edilizia e per l'industria.

Per contro, il processo di internazionalizzazione passiva si consolida attraverso strategie di controllo. L'aumentata attenzione degli investitori esteri per le imprese italiane emerge dall'analisi dei dati relativi all'articolazione settoriale delle acquisizioni dall'estero. L'interesse da parte di imprese multinazionali non è più soltanto per aziende operanti in alcuni settori già ampiamente soggetti al dominio di multinazionali estere, quali il chimico-farmaceutico in cui la riorganizzazione dei gruppi italiani è sfociata nella formulazione di importanti *joint venture* internazionali; ma anche cresce in settori dove la presenza italiana appariva più consolidata, come la componentistica per auto, i mezzi di trasporto e il settore della carta.

Tra le principali dismissioni di attività all'estero nel settore della componentistica per auto si evidenzia il passaggio della Valeo alla francese Compagnie Generale d'Industrie et de Participations; nel settore della carta sono state cedute al gruppo svedese Svenska Cellulosa Aktiebolaget le società Tre-I, Scatolificio Toscano 85 e Scatolificio Gabo mentre nel settore dei mezzi di trasporto è rilevante il passaggio della Lotus Group International dal gruppo Artioli alla Perusahaan Otomobil Nasional Berhad (Malesia)

Le opportunità di investimento per gli operatori esteri sono state molteplici, non solo in virtù dei processi di riordino delle strutture societarie dei grandi gruppi nonché dal percorso di privatizzazione delle aziende a partecipazione statale, ma si è allargata anche a settori come quello delle macchine e materiale meccanico, dove la forte specializzazione tecnica delle nostre piccole imprese è vista come vincente nell'ambito di gruppi multinazionali, che possono garantire risorse finanziarie e reti di vendita adeguate alla competizione globale.

Nel 1996 si è dunque registrato un consistente ingresso di capitali esteri, soprattutto statunitensi e tedeschi, nelle imprese nazionali offrendo a queste una possibilità di espansione sui mercati oltre frontiera attraverso l'apertura di canali di penetrazione altrimenti difficili da percorrere.

Esistono aree più attrattive verso cui si dirigono le acquisizioni dall'estero e c'è una notevole correlazione fra la distribuzione delle aree che attraggono investimenti esteri diretti e la distribuzione delle aree che esprimono i soggetti a maggiore vocazione di crescita internazionale.

Il panorama che emerge è quello di un declino delle aree della prima industrializzazione tendenzialmente e tradizionalmente dominate dalle vicende delle grandi imprese. Parallelamente esiste una capacità di attrazione di investitori esteri da parte delle aree di maggiore sviluppo del Nord-est in particolare nelle provincie di Treviso, Vicenza, Udine e Pordenone, e nelle più forti provincie dell'Emilia Romagna in particolare Bologna, Modena e Reggio Emilia. Tra le principali acquisizioni di maggioranza nelle aree considerate si registra il passaggio della trevigiana Meran alla francese Rossignol Lange, l'acquisizione da parte della tedesca Bayer della vicentina Apichem e l'acquisto della reggiana Termolan da parte del gruppo tedesco Basf.

L'incrocio fra aree di attività e provincia evidenzia peraltro che l'ingresso di capitali esteri avviene proprio nei settori maggiormente sviluppati di quelle aree, che sono poi anche i settori di attività nei quali operano le imprese che si sviluppano e si consolidano all'estero.

In sostanza appare esistere una correlazione significativa fra dinamismo dell'attività produttiva e capacità di attrazione dei capitali esteri a riprova ulteriore del fatto che le scelte di localizzazione delle imprese che operano su scala multinazionale o "globale" sono orientate non solo da situazioni ambientali incentivanti o fiscalmente favorevoli, ma anche da ambienti in cui si trovino elementi di singolarità e unicità di servizio che permettono alle imprese di aggiungere valore alla semplice operazione finanziaria o di controllo del mercato.

6. Gruppi medi e governance finance

Lo sviluppo delle imprese e l'evoluzione del mercato del M&A hanno inserito nel panorama dell'industria italiana molteplici tecnologie e concetti di gestione delle imprese, rendendo obsoleto l'insieme di norme e comportamenti che costituiscono il modello di governance e inducendo l'esigenza di una riforma.

Nonostante i mutamenti intervenuti e quelli in atto, il problema della governance nel contesto italiano rimane comunque legato al fatto che la distribuzione delle imprese è sbilanciata verso dimensioni unitarie medio piccole, dove è preponderante il peso dell'azionista imprenditore o famiglia. In questo contesto quindi vanno distinti gli ambiti concettuali di riferimento, poiché non è indifferente che si affronti la governance in un'ottica di efficienza o la si affronti in un'ottica di crescita e sviluppo.

Nel caso ci si ponga a guardare l'impresa giudicandone le performance competitive non si può non riconoscere che negli ultimi 5 anni le medie imprese di maggiore successo sono riuscite a realizzare un mix di risultati in termini di redditività e in termini di produttività di livello estremamente elevato. In particolare è stato il margine operativo a stabilizzarsi a livelli spesso prossimi al 30% del fatturato, con incrementi crescenti di produttività sia del capitale che del lavoro.

Si tratta di risultati eccezionali a prescindere dal fatto che sono stati conseguiti in un contesto congiunturale non favorevole e in mercato sottoposti a forti tensioni concorrenziali provenienti da diverse parti del mondo.

La combinazione di questi risultati di redditività e produttività lascia facilmente intuire che le medie imprese in questione hanno potuto fare ricorso a modalità organizzative dell'attività industriale particolarmente attente al controllo dei costi del processo di produzione e vendita. In particolare è stato massiccio il ricorso al decentramento e alla smaterializzazione del ciclo produttivo, con una marcata enfasi sulla terziarizzazione interna che ha portato all'adozione di procedure e modalità di gestione delle attività di produzione tra le più innovative.

Sembra quasi paradossale ma le più importanti applicazioni delle procedure legate allo sviluppo delle tecnologie dell'informazione sono proprio state riscontrate nelle medie aziende. Citiamo a puro

titolo di esempio Ermenegildo Zegna che ha sviluppato ed applicato la “telesartoria” permettendo la possibilità al cliente di avere un capo su misura direttamente nel punto vendita, la Worthington che produce pompe su specifica attraverso un’organizzazione per progetti piuttosto che per processi, la OCME che produce macchine per l’insaccamento con una struttura puramente “virtuale” dove tutta l’attività di produzione e vendita è stata completamente delegata all’esterno.

Le imprese di questo genere sono certamente snodi di sistema trovandosi al centro di relazioni contrattuali complesse ed articolate dove alcune volte detengono il massimo del potere sia di controllo sia di indirizzo mentre in altri casi sono soggetti deboli del mercato.

Nello specifico i mercati in cui la forza contrattuale dell’impresa è elevata sono quelli della fornitura e subfornitura, e i mercati di sbocco dove possono contare su posizioni di leadership su cui fa premio una elevata specializzazione. I mercati in cui la posizione è debole sono tipicamente quelli finanziari, del ricorso al credito o quelli del capitale di rischio.

Per fronteggiare queste debolezze le soluzioni prevalentemente adottate sono di due tipi: da un lato vi è il tentativo di sfruttare al massimo le risorse dell’autofinanziamento, dall’altro si fa ricorso alla struttura di gruppo per massimizzare il potere contrattuale e avere assets da fornire come garanzia.

Uno studio in corso di realizzazione su circa 500 gruppi di medio-piccola dimensione mette in risalto proprio il fatto che la struttura di gruppo viene spesso adottata per massimizzare il potere dell’impresa sui mercati e nelle relazioni in cui l’azienda è già forte e dall’altro come strumento di difesa nei confronti dei mercati e delle relazioni dove la posizione è più debole. Nello specifico si ritiene che il decentramento della produzione e l’asimmetria nella relazione contrattuale con i fornitori possa fornire quelle risorse di autofinanziamento che permettono di svincolare le imprese dalle strette del credito bancario, sia perché minore è il bisogno, sia perché una gestione oculata può permettere plusvalenze. Questo atteggiamento raggiunge gli estremi nei gruppi che decentrano la produzione all’estero (nei settori tradizionali abbigliamento e pelletteria), e nei gruppi con forti proiezioni commerciali e finanziarie internazionali. In questi casi una attenta gestione dei ricavi esteri può consentire flussi di liquidità estremamente elevati.

La corporate governance di queste realtà piuttosto diffuse peraltro nel sistema produttivo italiano, benché possa apparire semplice presenta invece caratteri di complessità notevoli. In particolare perché il controllo si estende molto al di là dei meccanismi permessi dalla proprietà e quindi contiene diversi momenti di controllo esterno di fatto che nella giurisprudenza nazionale risulta difficilmente regolabile in un’ottica di efficienza. Esiste in sostanza un conflitto permanente tra interessi contrapposti che spesso induce le imprese ad adottare sovrastrutture organizzative non necessarie magari al fine di appropriarsi di risorse intangibili (ad esempio brevetti, licenze o contratti di assistenza) oppure per tutelarsi nei confronti di attacchi esterni da parte di concorrenti interessati alle esternalità.

Inoltre questo tipo di organizzazione orientata alla “brutale” minimizzazione dei costi tenderà a diffondersi ulteriormente man mano che avanza il processo di globalizzazione e le imprese adotteranno sempre più nuove tecnologie che permettono un outsourcing esasperato.

Dal punto di vista dell’efficienza la governance della singola impresa o del singolo gruppo non pare essere in discussione, diverso è il discorso se si considera l’efficienza dell’intero sistema di produzione, tuttavia ci sembra di poter sostenere che una attenzione a questo tipo di governance potrebbe rendere più fluida ed affidabile le relazioni, e potrebbe infine permettere il conseguimento di una sempre maggiore efficienza.

Se ci si pone ad osservare questo stesso tipo di organizzazione dal punto di vista della crescita e dello sviluppo le considerazioni cambiano e le problematiche aumentano.

I risultati in termini di crescita delle medie aziende sono stati, sempre negli ultimi 5 anni, sicuramente incoraggianti, inferiori ai risultati di redditività, tuttavia di grande rilievo. Questo significa che il modello centrato sull’autofinanziamento e sull’autonomia del sistema finanziario permette comunque margini di sviluppo significativi. Tuttavia bisogna tener presente che la crescita fondata esclusivamente sui mezzi propri rappresenta un limite e un rischio. Un limite perché presuppone che

la crescita sia sempre una parte solitamente non superiore ad un quinto della propria dimensione attuale e quindi ogni azienda può raddoppiare la sua dimensione nel periodo di cinque anni. Questo ovviamente non è compatibile con il tasso di incremento della domanda determinato dall'internazionalizzazione e globalizzazione, per cui si tendono a perdere quote e quindi potere di mercato. Un rischio perché l'investimento tende ad avere un andamento prociclico che impedisce una sostanziale programmazione delle attività di crescita, che rimangono in balia dei diversi cicli economici.

L'analisi sui gruppi in corso di realizzazione mette in luce l'estrema lentezza nello sviluppo dei diversi gruppi fondati sull'autofinanziamento. In questi casi poi esiste un ulteriore problema legato alla ripartizione dei fondi interni al gruppo. E' chiaro infatti che, soprattutto nei gruppi più piccoli, le scelte di destinazione dei profitti sono di tipo dicotomico per cui non sempre le imprese riescono ad effettuare gli investimenti quando sono necessari. Bisogna poi tenere ulteriormente conto del fatto che non essendo questi gruppi strutture di tipo manageriale l'accentramento delle scelte nelle mani dell'imprenditore può rivelarsi un elemento di rischio ulteriore, qualora la scelta insindacabile si rivelasse sbagliata. Anche sotto questo profilo il meccanismo di governance dovrebbe permettere o richiedere una maggiore collegialità nelle scelte aziendali. L'altro aspetto, collegato a questo dell'investimento, è di tipo strategico: vale a dire come può un'azienda impostata sul ciclo redditività- autofinanziamento investimento essere in grado di sfruttare al massimo tutte le opportunità che si presentano in ambiti che siano fuori dal business consolidato dell'impresa, oppure che siano strettamente sinergiche al core-business ma richiedono investimenti iniziali molto elevati. Questi elementi anziché inibire la crescita tendono ad indebolire il posizionamento, quindi la fonte stessa della redditività. Ogni allargamento dei soggetti che possono garantire risorse finanziarie comporta la rinuncia dell'imprenditore ad una parte (anche se minima), della propria sovranità decisionale e non sono molti i casi di assoluta disponibilità. Inoltre dovrà fornire in garanzia parte del patrimonio immobiliare che spesso è a latere del patrimonio aziendale ma fa capo direttamente all'imprenditore (nel 28% dei casi studiati).

Un ulteriore elemento critico è rappresentato dal rischio connesso a scelte errate; alcuni dei casi di gruppi sottoposti ad osservazione hanno dovuto affrontare nel corso del biennio 1991-92 processi di trasformazione societaria e riorganizzazione strutturale determinata dalle scelte esageratamente esposte dal punto di vista finanziario prese dall'imprenditore. Un sistema di governance che non permette di sindacare scelte inopinate non è particolarmente adatto a garantire l'efficienza del sistema. Poiché come abbiamo visto il sistema di controllo di gruppo è fisiologico alla crescita e alla competitività delle medie imprese anche in questo caso sarà necessario immaginare di modificare il meccanismo per assegnare ad altri soggetti qualche funzione di controllo in corso d'opera e non a posteriori. In conclusione, sembra che il meccanismo di governance nelle imprese italiane di media dimensione possa essere efficace ma perfettibile in un'ottica più "allargata" e "sociale" per quanto riguarda la ricerca dell'efficienza, mentre sia del tutto inadeguato nel fornire prospettive di sviluppo che escano dal sentiero già delineato nel core-business.

Rileggendo l'esperienza passata e valutando anche il comportamento dei grandi gruppi che per vie opposte stanno riscoprendo pregi della focalizzazione forse si può pensare che anche la ricerca di un percorso di crescita in cui rimanga prioritaria la solidità competitiva dell'impresa è un fatto da giudicare positivamente, tuttavia la sfida che la governance del sistema italiano dovrebbe raccogliere è quella di permettere salti dimensionali e culturali anche agli attuali medi gruppi nazionali.

7. Attori e istituzioni della corporate governance

I mercati e i servizi finanziari nazionali mostrano segni di arretratezza rispetto alle altre realtà europee. La Borsa Valori non ha registrato un significativo sviluppo così come risulta ancora lento il percorso di affermazione di una cultura finanziaria aperta, che va dai servizi di investment banking,

a tutt'oggi poco utilizzati, a nuovi strumenti e modalità di realizzazione delle acquisizioni, come il leverage buy out, registrato in un ristretto numero di casi.

Nel contesto di tutti i processi di sviluppo, assume un ruolo determinante il problema del sostegno alla crescita delle imprese, sia nel più generico svolgimento delle attività aziendali che nella progettazione delle operazioni di finanza straordinaria, dalle ristrutturazioni all'attuazione di strategie di acquisizione; questo particolare aspetto del mercato non soltanto richiama l'attenzione sui soggetti istituzionali e non, che prendono parte alla definizione dei comportamenti imprenditoriali, ma solleva anche il problema del finanziamento della crescita delle imprese. Non è quindi necessario analizzare la funzione svolta dalla Borsa Valori e dagli intermediari della riallocazione proprietaria nel *Merger & Acquisition*.

La flessione sia delle acquisizioni che delle cessioni effettuate in Borsa accentua il perdurare di un ruolo marginale del mercato mobiliare nella politica di crescita delle imprese italiane. Sorprende però il fatto che le transazioni più rilevanti, spesso maggioritarie, concluse da società quotate sono state realizzate da imprese di recente quotazione o da imprese di medie dimensioni mentre le imprese più grandi storicamente presenti in borsa, hanno concluso investimenti puramente finanziari. La maggior parte delle acquisizioni sono originate dal settore bancario e assicurativo mentre tra le cessioni di imprese quotate emergono numerosi passaggi di quote di minoranze, della rifocalizzazione strategica già descritta in precedenza.

Il peso della Borsa si è mantenuto complessivamente basso anche in considerazione del fatto che la dinamica dell'ammissione a quotazione di nuove società è lievemente rallentata (14 nel 1995, 11 nel 1996)¹.

L'intervento degli operatori specializzati nell'intermediazione delle acquisizioni si è ulteriormente ridotto nel 1996 soltanto il 10.22% delle transazioni di maggioranza sono state realizzate con l'ausilio di *advisor* o *merchant bank* che hanno svolto principalmente funzioni di consulenza generica richiesta principalmente dalle acquirenti, per le quali è stata svolta anche per l'11.69% del totale delle attività svolte, la funzione di erogazione di capitali di rischio necessari all'acquisizione. Per gli interventi richiesti dalle società target, è stato principalmente attivato un servizio di consulenza aziendale finalizzato alla quotazione in Borsa e in alcuni casi a supportare percorsi di rilancio di società in crisi.

Se si analizzano più in dettaglio le transazioni intermedie, risulta chiaro che la maggior parte degli interventi sono stati fatti su operazioni di concentrazione extragruppo sebbene siano numerose le consulenze ad imprese che hanno intrapreso progetti di ristrutturazione e più in particolare, di *refocusing* nel *core-business*. Tra le poche transazioni orientate alla diversificazione produttiva, soltanto due sono state intermedie da soggetti specializzati.

Non sorprende comunque il fatto che la presenza di *advisor* e *merchant bank* nell'esplicazione di strategie di crescita esterna e di ristrutturazione risulta essere richiesta da imprese di dimensioni medio grandi a causa dell'incidenza dei costi di intermediazione che pesa in misura maggiore sulle operazioni di modesta entità.

L'attuale configurazione del settore dell'*investment banking* italiano mostra comunque segni di arretratezza rispetto alle altre realtà europee. I fattori che hanno rallentato lo sviluppo del sistema finanziario nel suo complesso possono essere ricondotti sostanzialmente alle caratteristiche del capitalismo italiano e del mercato finanziario nazionale. Gioca infatti un ruolo determinante la struttura familiare d'impresa tradizionalmente chiusa ad apporti esterni e non soggetta ad incentivi, soprattutto fiscali, per una maggiore apertura societaria. D'altra parte il sistema finanziario e fiscale ha usualmente agevolato il ricorso al finanziamento tramite capitale di debito piuttosto che con capitale di rischio limitando perciò l'utilizzo di servizi propri dell'*investment banking*.

¹Le società manifatturiere che si sono quotate a Piazza Affari nel 1996 sono Zucchini, Irce-Industria Romagnola Conduuttori, Interpump, Gruppo Ceramiche Ricchetti, Amga, Roland Europe, Reno de Medici, Mediolanum, Mediaset, Esaote Biomedica, Savino del Bene.

Anche le acquisizioni realizzate con forme di finanziamento relativamente nuove, come i *leverage buy out* e *management buy out*, restano limitate ed in parte marginali.

L'impiego in Italia del leverage è risultato praticamente inesistente fino al 1989: infatti questo strumento ha avuto un suo primo e ristretto utilizzo solo a partire dal periodo successivo. Confrontando i dati nei vari anni con le singole tipologie di aziende acquisite si può affermare che l'utilizzo dell'LMBO ha riscosso particolare successo nella riallocazione di piccole imprese fino al 1993. Successivamente a tale anno si sono invece registrati numerosi casi di LMBO effettuati soprattutto su imprese pubbliche, nel 1995, e su aziende appartenenti a gruppi di grandi dimensioni nel 1996 nell'ambito della dismissione delle attività ritenute non strategiche. Nonostante ci sia stato un incremento nel numero di *leverage* e *management* rimangono comunque pochi gli imprenditori che hanno fatto uso di questi particolari strumenti. La ricerca di capitali necessari all'espansione si è finora risolta, il più delle volte, nell'indebitamento bancario.

Dall'analisi degli LMBO che si sono realizzati dal 1990 a tutto il 1996, emerge un elemento comune alla maggior parte delle società acquisite rappresentato dall'elevata specializzazione produttiva delle stesse; infatti le imprese target possono spesso vantare un posizionamento di nicchia, risultato più spiccato nel settore delle macchine e materiale meccanico nel quale si sono registrati circa il 15% dei *leverage* conclusi nei 6 anni considerati. Analizzando più in dettaglio le imprese soggette ad operazioni di *leverage* dal punto di vista dimensionale, si nota che non esistono interventi su aziende con fatturato superiore ai 500 miliardi. Il 38.6% delle aziende acquisite (95) ha un giro d'affari compreso tra 20 e 50 miliardi, mentre per una percentuale pari al 18.6% il fatturato della target appartiene sia alla fascia di fatturato inferiore a 20 miliardi che a quella da 51 a 100 miliardi. Da questa visione generale si può perciò sostenere che il processo di riallocazione proprietaria della piccola impresa trova sostegno anche nello strumento del *leverage* sebbene siano ancora pochi i casi di acquisizione tramite leva finanziaria, soprattutto se raffrontati con le altre realtà europee.

E' importante sottolineare che i meccanismi e le regole di questo mercato, pur risultando nel complesso deficitari sia in termini di trasparenza che di efficienza, hanno comunque offerto alle imprese un'ottima occasione per crescere, risultato questo che si è riscontrato in numerosi casi osservati. Successivamente all'operazione di *leverage*, una percentuale rilevante delle imprese acquisite ha registrato un aumento di fatturato ed anche un utile d'esercizio. Alcune sono poi diventate soggetti attivi nel M&A acquistando quote di maggioranza di attività sinergiche. Si sono inoltre registrati tre casi in cui lo sviluppo dell'impresa ex post è sfociato nella quotazione in Borsa (Irce-Industria Romagnola Conduttori, Stayer e Esaote).

La mancanza di trasparenza e di informazioni sull'andamento di alcune imprese non permette un calcolo puntuale sul successo degli LMBO rilevati. Dai dati disponibili risulta comunque, soltanto un caso di fallimento del MBO, quello della Piacenza Rimorchi, in cui l'intervento del management sostenuto finanziariamente da Europa Investimenti e Sofipa non è stato sufficiente a risollevare il gruppo già fortemente indebitato.

Va inoltre rilevato che in alcuni casi le operazioni di LMBO sono legate a strategie di ristrutturazione e *refocusing* del venditore che dismette gli *assets* ritenuti non più strategici.

Dallo studio delle operazioni di *buy out* registrate negli ultimi 6 anni risulta chiaro il tentativo, riuscito nella maggior parte dei casi, di proiettare l'azienda verso un migliore posizionamento di mercato ed una più elevata redditività, ma il percorso di crescita non ha comunque mai avuto uno sbocco di tipo strategico-competitivo: è infatti molto raro vedere che le operazioni assistite sfocino in progetti di salto qualitativo nella cultura manageriale.

Nel quadro del *Merger & Acquisition* nazionale delineato si intersecano una serie di problematiche che frenano lo sviluppo delle imprese: dal modesto sviluppo del mercato mobiliare e dell'*investment banking* ai lenti processi di privatizzazione, il panorama che emerge è quello di un'industria ancora legata ad una cultura imprenditoriale tradizionalista, poco ricettiva rispetto alle novità che forse troppo lentamente si manifestano nell'economia italiana. D'altra parte il supporto alla crescita delle

imprese sembra ancora troppo debole affinché si concretizzi una maggiore efficienza del mercato della riallocazione proprietaria.

8. Alcune considerazioni finali

L'analisi delle M&A nel periodo 1990-96 testimonia in tentativo di crescere, rifocalizzando le attività produttive, semplificando le strutture di comando, accentuando il controllo nel mercato finale, senza tuttavia mutare il profilo di comando proprietario dell'industria italiana.

Dall'analisi qui prestata infatti si evince come le piccole imprese italiane abbiano ritenuto di crescere, strutturandosi in organizzazioni più compatte di quanto non fossero i rapporti preesistenti. Tuttavia si resta a organizzazioni strettamente controllate da nuclei familiari, che fino al 1996 non riuscivano né ad espandersi all'estero attraverso acquisizioni e fusioni significative, né a trarre giovamento dalle privatizzazioni in corso. Il profilarsi di opportunità di internazionalizzazione di operazioni di privatizzazione richiede infatti un passaggio verso un profilo proprietario che pur salvaguardando il ruolo della famiglia possa utilizzare i vantaggi di un gruppo finanziario di dimensioni significative. Vi sono in questo senso casi significativi, come Benetton, che dimostrano come il passaggio verso nuove forme di gestione finanziaria permettano sia di consolidare il core-business in ambito internazionale, sia di diversificarsi grazie a privatizzazioni attente, come nel caso Autogrill. Il quadro che si trae è dunque quello di un sistema con grandi capacità di crescita, che tuttavia viene formato da un profilo di corporate governance, che autonomamente non riesce a strumentarsi per la crescita, ma solo a gestire rifocalizzazioni conservative.

E' tuttavia significativo che le imprese recentemente quotate - ed in particolare quelle quotate dopo operazioni di LMBO - siano le più dinamiche nel gestire la propria crescita.

In questo quadro bisogna oggi rilevare che i provvedimenti del 12 settembre 1997 rivolti a favorire l'entrata in Borsa delle imprese italiane, possono risultare di grande aiuto per accelerare la crescita del sistema industriale italiano.

D'altra parte le privatizzazioni possono essere la vera opportunità di trasformazione del profilo proprietario italiano, obbligando imprese di medie dimensione a strutturarsi - ed eventualmente unirsi - per poter acquisire il ruolo di azionista stabile nell'ambito di privatizzazioni da completarsi poi nel mercato.

In questo senso le privatizzazioni sono l'opportunità non solo per aumentare la molteplicità del sistema di comando dell'industria italiana permettendo ad una varietà di medie imprese di partecipare alla gestione di grandi utilities ed imprese manifatturiere di grande dimensione, ma si tratta anche di una occasione per forzare il profilo proprietario di gruppi che sono arrivati al limite della crescita consentita dalla struttura di "corporate governance" familiare.

Il rischio è infatti che la difficoltà a trasformare le imprese personali in società di capitale, sia pur con forte leadership, si possa trasformare in un vincolo alla crescita delle stesse attività di imprese, al di là del consolidato core.

APPENDICE

IMPRESE ACQUISITE SUDDIVISE PER CLASSI DIMENSIONALI E PROPRIETA'*

Acquirenti	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<i>Imprese Acquisite private con fatturato consolidato inferiore a 500 miliardi</i>														
Tutte le tipologie	69	130	178	189	312	338	499	474	337	230	227	223	204	180
Imprese pubbliche	10,14	3,08	5,62	5,82	6,09	3,55	4,81	3,38	4,45	7,39	4,85	4,04	2,94	5,56
Imprese private con fatturato >500 mld	18,84	12,31	14,04	26,98	29,17	19,82	14,63	10,97	15,73	16,96	23,35	14,80	22,06	11,11
Imprese private con fatturato <500 mld	56,52	50,00	53,93	44,44	41,03	44,67	50,70	52,11	54,01	43,48	39,21	49,78	42,65	44,44
Imprese Estere	14,49	34,62	25,84	22,75	23,72	31,66	29,26	29,54	22,85	28,26	29,07	29,15	30,39	37,22
LBO + MBO	0,00	0,00	0,56	0,00	0,00	0,30	0,60	4,01	2,97	3,91	3,52	2,24	1,96	1,67
<i>Imprese Acquisite private con fatturato consolidato superiore a 500 miliardi</i>														
Tutte le tipologie	17	15	26	23	21	39	69	66	60	44	112	77	56	51
Imprese pubbliche	35,29	6,67	0,00	4,35	0,00	2,56	4,35	9,09	8,33	4,55	3,57	1,30	1,79	0,00
Imprese private con fatturato >500 mld	29,41	20,00	34,62	8,70	9,52	20,51	28,99	25,76	20,00	4,55	34,82	7,79	17,86	9,80
Imprese private con fatturato <500 mld	5,88	33,33	50,00	60,87	57,14	35,90	31,88	31,82	35,00	29,55	21,43	36,36	35,71	25,49
Imprese Estere	29,41	40,00	15,38	26,09	33,33	41,03	27,54	31,82	35,00	61,36	38,39	48,05	44,64	56,86
LBO + MBO	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	7,25	1,52	1,67	0,00	1,79	6,49	0,00	7,84
<i>Imprese Acquisite pubbliche</i>														
Tutte le tipologie	2	8	17	19	23	14	36	25	32	39	36	69	54	32
Imprese pubbliche	0,00	37,50	35,29	15,79	30,43	21,43	16,67	12,00	28,13	48,72	27,78	44,93	31,48	9,38
Imprese private con fatturato >500 mld	0,00	0,00	17,65	21,05	26,09	7,14	16,67	16,00	9,38	12,82	11,11	1,45	9,26	28,13
Imprese private con fatturato <500 mld	50,00	50,00	29,41	63,16	30,43	64,29	61,11	52,00	56,25	30,77	36,11	20,29	27,78	15,63
Imprese Estere	50,00	12,50	17,65	0,00	13,04	7,14	2,78	16,00	6,25	5,13	22,22	31,88	25,93	46,88
LBO + MBO	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,78	4,00	0,00	2,56	2,78	1,45	5,56	0,00
LBO + MBO	0,00	0,00	0,36	0,34	0,00	0,20	1,56	3,24	2,46	2,17	2,57	3,05	1,56	1,88

* Le operazioni si riferiscono alle sole transazioni di maggioranza tra imprese a diverso controllo proprietario.

Fonte: Banca Dati Acquisizioni - Nomisma

ACQUISIZIONI DISAGGREGATE PER FATTURATO DELL'ACQUIRENTE E DELL'ACQUISITA

		Fatturato società acquisita (miliardi)											
		<20	20-50	50-100	100-150	150-200	200-250	250-500	100-500	300-350	500-1000	1000-5000	5000-10000
Fatturato gruppo acquirente (miliardi)	>10000	4	4	4					12		2		
	5000-10000	4	5	1									
	1000-5000	15	11	7					5		1		1
	500-1000	9	10	8					6			1	
	450-500							1					
	400-450				1		1						
	350-400				1	1							
	300-350									1			
	100-500	35	26	20							1	1	
	200-250				3								
	150-200				1								
	100-150				1								
	50-100	20	10	9					3				
	20-50	16	12										
<20	9	3	1										

* Dati si riferiscono alle sole transazioni di maggioranza tra imprese non appartenenti allo stesso controllo proprietario.

Fonte: Banca Dati Acquisizioni - Nomisma

ACQUISIZIONI E FUSIONI REALIZZATE NEL 1996 - CLASSIFICAZIONE PER SETTORE (SIC) DELLE IMPRESE*

Settore dell'impresa acquirente		01-09	10-14	15	16	20	22-23	24-25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40-49	50-59	60	61-62	63-64	65-66	67	70-98	99	Tot.	
Agricoltura,allevamento, pesca	01-09																															0	
Attività estrattive	10-14																																0
Costruzioni	15			3						1													1									5	
Impiantistica e infrastrutture	16				2																								1			3	
Alimentare	20					21																		1					1			23	
Tessile ed abbigliamento	22-23						11				1																					12	
Prodotti in legno e arredamento	24-25							7								1																8	
Carta e affini	26								8															1								9	
Editoria e grafica	27									4																				1		5	
Chimica	28						1				15	1								1			1									19	
Prodotti petroliferi e carbone	29											1												1								2	
Gomma e materie plastiche	30												1			2																3	
Pelle e derivati	31						1																									1	
Vetro e laterizi	32		1				1								6													1	1			10	
Siderurgia	33															8	1															9	
Prodotti in metallo	34														1	6																7	
Macchine e mat. meccanico	35																18	1													3	22	
Elettrico ed elettronico	36																2	7														9	
Mezzi di trasporto	37											5				5	2	3	9					1								25	
Strumenti di precisione	38																					3			1							4	
Altre industrie manifatturiere	39																						2									2	
Trasporti e comunicazioni	40-49		1																					19								20	
Attività commerciali	50-59	1									1													1	51					1		55	
Banche	60																									24	2	2	1	6	1	36	
Credito non bancario	61-62																											1				1	
Assicurazioni	63-64																										5		1			6	
Immobiliari	65-66																											3				3	
Holding, fiduciarie	67				2	4	1			1		2	1		1	1	2		1		1	1	2	1		1	1		5	2	29		
Servizi	70-98																	1											1	14	1	17	
Diversificate, management	99						1	1			3				1		1	1	2					1					1			12	
Non classificate	0		2						1	1	1	1				2	1						2	1				1	2	1		15	
TOTALE		1	4	3	4	25	16	8	9	6	21	1	9	2	6	11	15	27	13	13	5	3	26	59	24	3	8	7	18	24	1	372	

* I dati si riferiscono alle sole transazioni di maggioranza tra imprese a diverso controllo proprietario.

Fonte: Banca Dati Acquisizioni - Nomisma

NATURA DELLE OPERAZIONI (valori %)*

Anno	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<i>Maggioranze</i>							
Orizzontale	42,82	48,18	50,58	59,53	56,48	60,10	66,43
Gamma	21,91	15,25	8,39	2,75	3,52	7,07	5,00
Verticale	9,10	9,88	7,46	4,24	4,40	5,56	2,14
Diversificazione	26,17	26,69	33,57	33,47	35,60	27,27	26,43
<i>Minoranze</i>							
Orizzontale	29,63	33,04	33,73	33,24	29,46	24,75	40,00
Gamma	17,19	9,44	3,80	1,16	1,49	1,00	3,81
Verticale	8,59	4,20	3,33	1,16	1,24	1,75	1,90
Diversificazione	44,59	53,32	59,14	64,45	67,82	72,50	54,29

* I dati si riferiscono alle sole transazioni avvenute tra imprese non facenti capo allo stesso controllo proprietario.

Fonte: Banca Dati Acquisizioni - Nomisma.

ACQUISIZIONI E MERCATO DI BORSA, 1983-1996

ACQUISIZIONI EFFETTUATE DA IMPRESE QUOTATE						
	Valori assoluti			Valori %		
	Controllo	Minoranza	Totale	Controllo	Minoranza	Media
1983	28	6	34	23,14	9,52	18,48
1984	32	32	64	17,20	27,12	21,05
1985	50	29	79	17,99	18,35	18,12
1986	59	50	109	19,93	26,32	22,43
1987	115	118	233	22,73	26,52	24,50
1988	89	107	196	17,42	23,99	20,48
1989	79	121	200	10,26	17,39	13,64
1990	98	108	206	13,23	14,90	14,05
1991	79	118	197	12,95	19,25	16,11
1992	45	72	117	9,76	15,38	12,59
1993	57	61	118	11,29	15,02	12,95
1994	41	70	111	8,33	14,93	11,55
1995	42	94	136	9,35	21,36	15,30
1996	29	33	62	7,80	11,62	9,45
Totale	843	1019	1862	13,39	18,46	15,75

CESSIONI DI IMPRESE QUOTATE						
	Valori assoluti			Valori %		
	Controllo	Minoranza	Totale	Controllo	Minoranza	Media
1983	10	14	24	8,26	22,22	13,04
1984	13	25	38	6,99	21,19	12,50
1985	11	32	43	3,96	20,25	9,86
1986	11	49	60	3,72	25,79	12,35
1987	7	82	89	1,38	18,43	9,36
1988	13	108	121	2,54	24,22	12,64
1989	13	116	129	1,69	16,67	8,80
1990	15	119	134	2,02	16,41	9,14
1991	13	102	115	2,13	16,64	9,40
1992	5	91	96	1,08	19,44	10,33
1993	10	85	95	1,98	20,94	10,43
1994	9	155	164	1,83	33,05	17,07
1995	19	161	180	4,23	36,59	20,25
1996	12	37	49	3,23	13,03	7,47
Totale	161	1176	1337	2,56	21,30	11,31

TOTALE OPERAZIONI CHE HANNO COINVOLTO IMPRESE QUOTATE						
	Valori assoluti			Valori %		
	Controllo	Minoranza	Totale	Controllo	Minoranza	Media
1983	32	17	49	26,45	26,98	26,63
1984	42	50	92	22,58	42,37	30,26
1985	57	54	111	20,50	34,18	25,46
1986	66	80	146	22,30	42,11	30,04
1987	121	169	290	23,91	37,98	30,49
1988	100	177	277	19,57	39,69	28,94
1989	90	201	291	11,69	28,88	19,85
1990	112	208	320	15,11	28,69	21,83
1991	86	182	268	14,10	29,69	21,91
1992	49	146	195	10,63	31,20	20,99
1993	67	134	201	13,27	33,00	22,06
1994	50	191	241	10,16	40,72	25,08
1995	60	211	271	13,36	47,95	30,48
1996	46	63	109	12,37	22,18	16,62
Totale	978	1883	2861	15,53	34,11	24,21

* I dati si riferiscono alle sole transazioni avvenute tra imprese non facenti capo allo stesso controllo proprietario di cui sia noto l'anno.

Fonte: Banca Dati Acquisizioni - Nomisma

OPERAZIONI INTERMEDIATE

Anno	Totale Operazioni	Intermedie	% Intermedie
1983	121	-	-
1984	186	2	1,08
1985	278	7	2,52
1986	296	15	5,07
1987	506	27	5,34
1988	511	18	3,52
1989	770	49	6,36
1990	741	64	8,64
1991	610	76	12,46
1992	461	75	16,27
1993	505	131	25,94
1994	492	120	24,39
1995	449	82	18,26
1996	372	38	10,22
Totale	6298	704	11,18

Fonte: Banca Dati Acquisizioni - Nomisma.