

FUSIONI E ACQUISIZIONI DI IMPRESE NELLA COMUNITÀ EUROPEA (*)

Lo spazio economico della Comunità Europea, destinato ad organizzarsi in futuro in un mercato unico, è già sin d'ora oggetto di intense operazioni di riorganizzazione della struttura imprenditoriale. In molti casi la riorganizzazione prende la forma di attività di fusione e di acquisizione di imprese, quale strumento principale della crescita esterna: quest'ultima rappresentando a sua volta la principale modalità di accelerazione della crescita di impresa a fronte di opportunità di mercato in rapida dilatazione.

Sarebbe eccessivo attribuire l'accelerazione dell'attività di acquisizione di imprese all'interno della Cee alla sola prospettiva del mercato unico europeo. In tutti i paesi altamente industrializzati si è avviata da alcuni anni un'ondata di acquisizioni, favorita da diversi fattori. Un ruolo importante hanno giocato le nuove possibilità operative della finanza, aperte dalla disponibilità di nuovi strumenti di raccolta, e dallo sviluppo di più efficienti canali di comunicazione e di trasferimento dei fondi. L'aumentata operatività finanziaria ha costituito tuttavia solo il fattore permissivo di un'espansione delle attività di acquisizione che ha motivazioni prevalentemente industriali. L'aumentato peso dell'innovazione e della ricerca tecnologica nella competizione fra le imprese spinge queste ultime ad una più attiva ricerca delle sinergie e delle complementarità, che spesso risulta più conveniente e più rapido reperire all'esterno. Ancora più pressante è lo stimolo che proviene dalla globalizzazione dei mercati: l'ingresso nei mercati non ancora coperti diviene spesso una necessità, risolvibile al meglio con l'acquisizione di quote di mercato già consolidate.

L'attività di acquisizione di imprese è quindi uno strumento di rimodellamento della struttura industriale, che assume particolare importanza nell'attuale fase di sviluppo dei mercati. In particolare, essa riveste grande rilevanza nelle analisi rivolte agli scambi tra paesi produttori di beni e servizi, poiché, in modo simile agli investimenti diretti effettuati in altri paesi, essa influenza notevolmente i flussi di scambio.

E' perciò comprensibile che, se anche l'attività di acquisizione conosce una fase di generale incremento, essa si accentui in particolare con riferimento ai paesi della Comunità Europea, i quali sono interessati appunto dalla imminente prospettiva di una dilatazione dei rispettivi mercati. I dati rilevati lo scorso anno dalla KPMG Peat Marvick registrano un forte aumento delle attività di acquisizione dirette verso imprese localizzate all'interno della Comunità Europea: in effetti, l'incremento delle operazioni di questo tipo è stato superiore a quello delle transazioni globali. I maggiori paesi acquirenti, in termini di valore delle operazioni effettuate, sono gli stessi paesi comunitari, e gli altri due poli della Triade, con gli Stati Uniti in posizione assolutamente predominante (tabella 1).

**ACQUISIZIONI INTERNAZIONALI DI SOCIETÀ DELLA COMUNITÀ EUROPEA
EFFETTUATE NEL 1989, DA PARTE DI ALCUNI PAESI**

(miliardi di \$)

Stati Uniti	12,9
Francia	7,8
Germania Federale	6,2
Regno Unito	4,6
Italia	3,6
Giappone	1,1

Fonte: KPMG Peat Marvick

Tabella 1

(*) di Gian Maria Gros-Pietro

Il valore delle acquisizioni effettuate dal Giappone, e soprattutto dagli Stati Uniti, mette in evidenza che, mentre la struttura produttiva interna del nuovo mercato sta ancora prendendo forma, parallelamente stanno già formandosi strutture controllate dall'estero e destinate alla coltivazione del mercato stesso. Si tratta di un fenomeno che differenzia grandemente la formazione del mercato europeo da quella che a suo tempo si verificò per il mercato americano. Va aggiunto che per quanto riguarda il ruolo svolto dal Giappone nella costruzione del mercato unico, esso non può essere apprezzato senza una analisi degli investimenti diretti che non passano attraverso la forma dell'acquisizione: la via dell'investimento diretto è infatti per ora quella di gran lunga più battuta dalle imprese giapponesi.

Complessivamente, nel 1989 Stati Uniti e Giappone hanno speso per acquistare imprese nella Cee oltre la metà dell'esborso totale dei quattro maggiori paesi della Comunità: gli Stati Uniti da soli hanno acquistato imprese per un valore quasi equivalente a quello realizzato da Francia e Germania sommate. Se si considera l'entità degli interessi Usa già presenti in Europa, e la quota di mercato che essi rappresentano in alcuni settori chiave come auto e informatica, si conclude che, almeno in alcune industrie, la costruzione dell'offerta europea sarà influenzata in modo determinante dalla decisioni d'oltre Atlantico. Ciò comporterà conseguenze positive e negative dal punto di vista degli operatori europei: tra le prime, possiamo citare l'apporto di capitali e quello di tecnologia; tra le seconde, maggiore competizione per i produttori locali, e minori capacità di governo dell'industria per i paesi membri e per la Comunità.

La posizione della Francia, saldamente prima tra gli investitori europei, rispecchia le possibilità che a questo paese sono offerte dalla struttura finanziaria che è riuscito a darsi. Le capacità operative e professionali delle strutture in questione rappresentano il migliore strumento per far sì che il paese approfitti al meglio della costruzione del mercato unico. Al contrario, l'Italia appare evidentemente penalizzata in questo confronto, con una posizione chiaramente molto al di sotto di quella che le spetterebbe se i rapporti di forza economici e industriali fossero rispettati. Questo significa che, fino a quando si fa riferimento agli investimenti attivi, cioè portati all'estero, il nostro paese partecipa in misura insufficiente alla costruzione dell'offerta europea. Purtroppo, ciò è vero anche per gli investimenti passivi, cioè per quelli ricevuti dall'estero. L'Italia appare infatti scarsamente efficace nell'investire, ma anche poco capace di attrarre investimenti.

Il ruolo della Germania è in realtà più importante di quello che potrebbe apparire dal volume dei suoi investimenti. Ciò in primo luogo in quanto l'investimento è stato concentrato in un numero ristretto di operazioni di grande significato, soprattutto a livello di alcuni settori industriali europei. Secondariamente, perché la struttura di controllo delle grandi aziende tedesche le mette sostanzialmente alla pari da scalate ostili, mentre la forza della finanza tedesca, unita alla rilevanza del mercato interno, facilitano operazioni che vedano le imprese tedesche al centro di riorganizzazioni su scala europea. In sostanza, se la Francia appare l'operatore più attivo nelle acquisizioni, la Germania potrebbe rivelarsi come il perno attorno al quale ruoterà l'aggregazione dell'offerta europea in alcuni settori chiave.

Il valore relativamente basso delle acquisizioni effettuate in Europa dal Regno Unito va considerato tenendo conto che questo paese è il primo al mondo per volume totale di acquisizioni. Pertanto la sua posizione, nella classifica di tabella 1, indica soltanto che i suoi obiettivi di acquisizione sono primariamente fuori dall'Europa, e principalmente negli Stati Uniti. Il diverso orientamento dei paesi più industrializzati, nel dirigere le loro acquisizioni di imprese estere, è messo in luce dalla tabella 2.

**VALORE DELLE ACQUISIZIONI INTERNAZIONALI DI SOCIETÀ EFFETTUATE
DA ALCUNI PAESI NEL 1989**

(miliardi di \$)

Regno Unito	27,3
Stati Uniti	23,6
Francia	14,8
Giappone	12,5
Germania Federale	9,3
Italia	5,8

Fonte: KPMG Peat Marvick

Tabella 2

Confrontando i dati della tabella 1 con quelli della tabella 2, risulta che mentre gli Stati Uniti nel 1989 hanno rivolto più della metà del valore delle loro acquisizioni verso la Comunità Europea, il Regno Unito vi ha investito circa 1/6 delle sue disponibilità. Questo paese, che vanta anche un elevato flusso di investimenti in aziende inglesi, provenienti da paesi esterni alla Comunità, sta in realtà funzionando da canale privilegiato tra il resto della Triade e l'Europa. Al contrario, la Francia concentra sulla comunità oltre la metà del suo investimento, e la Germania arriva ai due terzi, più o meno come l'Italia.

A questo punto è possibile tracciare un quadro sintetico dei diversi atteggiamenti dei maggiori paesi rispetto alla riorganizzazione dell'offerta europea. Il Regno Unito, coerentemente con le sue tradizioni, si muove più in termini di globalizzazione che di europeizzazione: in questa prospettiva privilegia gli investimenti negli Stati Uniti, e accoglie volentieri acquisizioni da parte di capitali extracomunitari. All'opposto, la Germania agisce in una prospettiva essenzialmente europea, e con una precisa logica di razionalizzazione industriale. La Francia sembra invece privilegiare una logica finanziaria, in cui la solidità degli intrecci azionari viene presa in considerazione ancor prima dell'efficienza operativa. Anche l'Italia sembra legata ad un orizzonte prevalentemente europeo, nei limiti ristretti delle sue attività di acquisizione.

L'obiettivo europeo non sembra invece interessare molto al Giappone, almeno in termini di acquisizioni e per il momento. Il paese in questione sembra ripetere in Europa lo schema già seguito in America: forte penetrazione commerciale agli inizi, seguita da fabbriche di assemblaggio, joint-venture, e infine investimenti produttivi diretti. Le acquisizioni sembrano avere nella strategia giapponese un ruolo inferiore rispetto a quello che rivestono per le imprese di altri paesi, e comunque successivo agli strumenti prima citati. Di fatto, nel 1989 quasi il 90% delle acquisizioni internazionali giapponesi si è rivolto al mercato statunitense, dove le imprese giapponesi sono già più presenti che non in Europa.

Gli Stati Uniti rimangono così al momento il principale partner dell'Europa, e attraverso le loro imprese potrebbero assumere, di fatto, un ruolo non di secondo piano nella strutturazione dell'offerta europea. Un'eventualità, quest'ultima, che rappresenta al contempo un rischio e una grande opportunità. Infatti, se da un lato vi è la possibilità che alcuni settori produttivi europei vedano in posizione di vantaggio, sul mercato interno, aziende controllate da capitale americano, va considerato lo stimolo che l'imprenditoria americana può portare nel vecchio continente. Occorrerà infatti un tempo non breve perché gli operatori dei 12 attuali mercati della comunità si abituino a muoversi su di un unico mercato, pari alla somma di tutti quelli nazionali; ma gli operatori americani si muovono già oggi su di un mercato il cui prodotto lordo è sostanzialmente pari a quello della Comunità.

In particolare l'Italia potrebbe trarre vantaggio dagli investimenti americani, come del resto da quelli degli altri paesi della Comunità, proprio in quanto è relativamente meno in grado di altri paesi di promuovere attivamente operazioni di acquisizione internazionale. Le operazioni di acquisizione sono vantaggiose anche per il paese sede delle imprese acquisite, e non solo perché costituiscono un ingresso di capitale. Esse determinano contemporaneamente un rinnovamento culturale, e forniscono la spinta, anche finanziaria, per consentire al sistema di riorganizzarsi. La cessione di un'azienda può essere vantaggiosa per il paese, se la colloca in un gruppo dotato di maggiori capacità, e al tempo stesso determina un rinnovamento manageriale del gruppo cedente, e ne favorisce il riassetto in un'ottica più internazionale.

Che l'Italia abbia più bisogno di altri paesi di operazioni di riagggregazione sembra emergere dai dati Eurostat. Su 20 settori manifatturieri della classificazione Nace a due cifre, in 19 la dimensione media, misurata in addetti, delle nostre imprese è inferiore a quella media della Comunità; inoltre, l'integrazione verticale della nostra industria manifatturiera, misurata dal rapporto valore aggiunto/fatturato, è inferiore a quella degli altri maggiori paesi della Comunità. In linea di massima, ciò significa che sarebbero opportune sia operazioni di concentrazione, sia di integrazione verticale. A ciò si aggiunge la nota debolezza della nostra industria sul fronte tecnologico: con alcune brillanti eccezioni, la presenza italiana nelle produzioni ad alta tecnologia è sottodimensionata.

L'esperienza internazionale ha mostrato che le acquisizioni sono uno strumento valido, a volte insostituibile, per raggiungere gli obiettivi sopra citati: allargamento della quota di mercato, o integrazione verticale mediante crescita esterna; acquisizione di tecnologia o rafforzamento di un controllo tecnologico mediante acquisizione di imprese. Ma l'acquisizione è anche strumento idoneo all'integrazione orizzontale. In Italia, tra il 1983 e il primo semestre del 1989, su 16 settori manifatturieri nei quali sono state rilevate acquisizioni, si è riscontrato che in sette settori la metà o più delle operazioni di acquisizione aveva per oggetto imprese operanti in settori diversi da quello dell'acquirente: su un

totale di 1.565 acquisizioni rilevate in tutti i settori, solo 618 avevano per oggetto imprese operanti nello stesso settore dell'acquirente (Nomisma, "Acquisizioni, Fusioni, Concorrenza", dicembre 1989)).

Naturalmente, anche lo strumento in questione presenta rischi peculiari. Oltre a quello del possibile fallimento delle integrazioni che si vogliono realizzare, caratteristico dell'attuale congiuntura potrebbe essere il rischio di eccessiva valutazione dell'azienda acquisita. Infatti la corsa delle imprese ad accaparrarsi quote di mercato in vista degli sviluppi futuri ha portato ad una lievitazione dei prezzi apparentemente difficile da sostenere. Valutazioni che tendono ad eguagliare il fatturato realizzato dall'impresa acquisita, in settori dove l'utile sulle vendite si aggira sui pochi punti percentuali, implicano rapporti di price/earning superiori a 20, apparentemente incompatibili con le condizioni del mercato dei capitali. Valutazioni del genere scontano forti sinergie realizzabili dopo l'acquisizione, quasi sempre connesse con un futuro sviluppo delle vendite.

L'attuale fase evolutiva del mercato favorisce la formazione di prezzi molto elevati per effetto di più di un elemento. Il desiderio dei compratori e la limitatezza dell'offerta determinano una forma di mercato favorevole agli alti prezzi. Ma il volume di investimenti aggiuntivi connesso con la costruzione del mercato unico, e la stessa immissione di capitali provocata dalle acquisizioni dall'esterno, rendono attendibile un effetto moltiplicativo di tipo keynesiano sul reddito e sulla domanda, destinato a rivalutare le quote di mercato oggi acquistate. Da un lato, quindi, la formazione di prezzi apparentemente incompatibili con la redditività attuale delle aziende e con il costo del capitale potrebbe risultare razionalmente fondata sull'aspettativa di consistenti aumenti della redditività futura; e ciò specialmente quando l'acquisizione consente di raggiungere posizioni di controllo della domanda. D'altro lato, non si deve dimenticare che alla fase delle acquisizioni deve sempre seguire quella della razionalizzazione, del raggiungimento dell'efficienza e dell'eliminazione dei competitori inefficienti. Durante questa seconda fase si verificheranno probabilmente cadute temporanee dei profitti e soprattutto riduzioni delle quotazioni delle aziende ancora acquistabili. Potrà pertanto accadere che qualche acquirente risulti in futuro "scoperto", rispetto al prezzo pagato, perché non gli sarà possibile né ottenere profitti adeguati al suo esborso, né ricollocare remunerativamente il suo acquisto.