

M&A: le prospettive

Guidalberto Gagliardi (*)

L'M&A globale sta raggiungendo dei volumi record, trainato dagli Stati Uniti. Anche in Italia le acquisizioni e le cessioni societarie non mancano. Capire come si muovono domanda e offerta in questo mercato può essere importante.

Storia e tendenze dell'M&A

L'andamento dell'attività di M&A è un indicatore predittivo del tasso di fiducia dei mercati in quanto gli acquirenti di società possono avviare o abbandonare potenziali operazioni con estrema rapidità al mutare degli umori sulla prevista evoluzione del contesto (1), a differenza di quanto possono fare gli acquirenti di impianti o i costruttori di immobili. Lo studio dell'andamento recente e delle tendenze dell'M&A, fondamentale per chi intende vendere o acquistare aziende e per i consulenti specializzati, è quindi utile anche per tutti gli operatori economici.

Negli ultimi sei anni a livello globale l'M&A è stato influenzato da alcuni eventi critici (più o meno fulminei e duraturi):

- 1) la crisi finanziaria globale, con gli acquirenti che abbandonarono in massa il mercato;
- 2) i proprietari delle imprese, che continuarono per qualche tempo ad aggirarsi sul mercato nel vano tentativo di vendere sulla base di risultati economici divenuti privi di sostanza;
- 3) il calo del giro d'affari e degli utili delle aziende, da cui è conseguito che gli azionisti a loro volta ritirarono le loro imprese dal mercato, concentrandosi sull'attività quotidiana nel tentativo di ristrutturarla e adeguarla al mutato ambiente socio-economico (soprattutto nei paesi più sviluppati); molti fondi di *private equity* dovettero altresì affrontare una situazione cui erano impreparati (2);
- 4) il progressivo calo delle valutazioni e la ripresa della fiducia che hanno indotto diversi acquirenti a tornare in attività poiché intuivano interessanti opportunità per crescere (nel caso delle imprese aziendali) o per ravvivare portafogli d'investimento ingessati (nel caso dei *private equity*); nel biennio 2013/2014 sono anche emersi gli effetti della

diversa reattività dei singoli Paesi rispetto alla crisi esplosa nel 2008 (3), con nuovi investitori che si sono affacciati aggressivamente sul mercato dell'M&A puntando a bersagli situati nelle nazioni ancora invischiata nei postumi della crisi del 2008 (4).

Il tutto è raffigurato e schematizzato in Tavola 1.

Note:

(*) *Equity Factory S.A. Lugano*

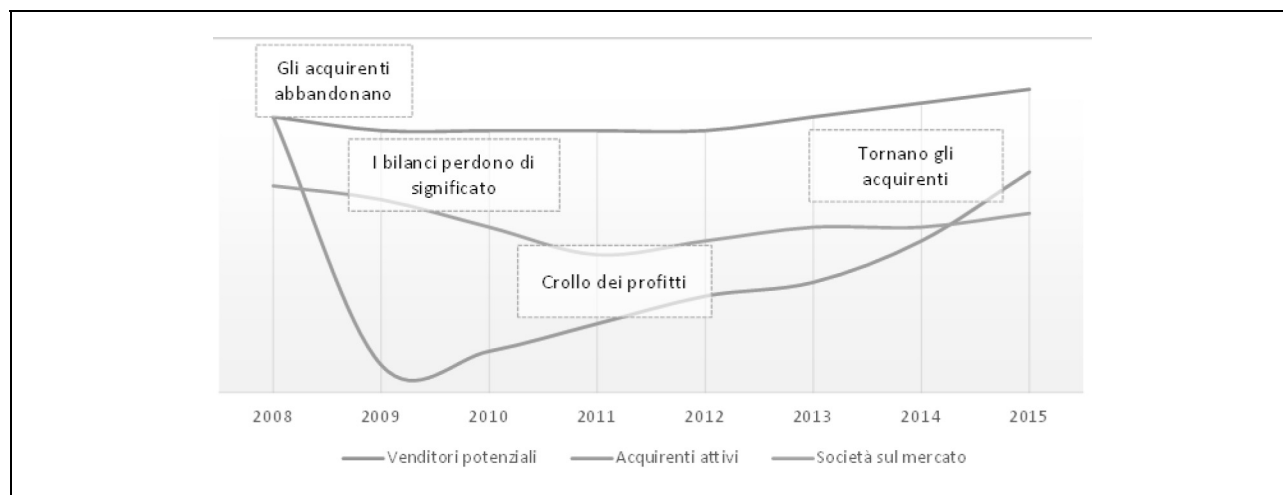
(1) Per esempio a seguito di un rialzo dei tassi d'interesse o di un prolungato calo delle quotazioni di Borsa.

(2) Tra il 2006 e il 2008 i fondi fecero un ampio, se non addirittura eccessivo, ricorso all'indebitamento per acquisire un numero crescente di imprese, pagandole a multipli via via crescenti. Contemporaneamente, malgrado l'ampliarsi (anche in termini di valore) dei loro portafogli, raramente adeguarono la loro organizzazione alla nuova situazione. Quando la crisi finanziaria investì l'economia reale, le partecipate dei fondi entrarono in crisi, per il calo dei redditi che si sommava all'insostenibile indebitamento. I fondi con organici inadeguati in termini numerici e professionali alla maggiore complessità della gestione del portafoglio si trovarono spiazzati e non seppero intervenire tempestivamente per riportare in equilibrio le imprese in cui partecipavano. Come risultato il settore del private equity si è concentrato: ad esempio in Italia i fondi attivi in Italia, secondo l'associazione di categoria AIFI, sono passati dai 188 del 2010 ai 171 del 2013.

(3) Con nazioni come la Cina che hanno solo rallentato la crescita (con un PIL che continua a espandersi a tassi di poco inferiori al 10% annuo) o come gli USA che hanno potuto beneficiare di un quadro politico affidabile e del basso costo del petrolio per rimettersi su un cammino espansivo. Lo stesso vale per Paesi che sono stati lungimiranti nell'accumulare ricchezza nei momenti migliori per reinvestirla all'apice della crisi, magari attraverso i cosiddetti «fondi sovrani» (Kuwait, Cina, Qatar e anche Russia).

(4) L'economia del Vecchio Continente, per esempio, sta in larga parte segnando il passo a causa della combinazione tra austerità pubblica, alti costi, elevata immigrazione e carenza di prospettive per la domanda interna. In questo modo si crea spazio per investitori che intendono ampliare le loro linee di business o accrescere il loro portafoglio clienti.

Tavola 1 - Acquirenti e venditori sul mercato M&A



Come conseguenza, nel 2014 l'M&A ha segnato buoni livelli, tanto in valore quanto in volume, specialmente per una maggiore stabilità dei mercati reali e finanziari internazionali (5). La stabilità, in effetti, è lo stimolo principale per i compratori di aziende. Gli investitori, particolarmente quelli di matrice finanziaria, hanno l'esigenza di comprendere come stanno andando e come potrebbero prevedibilmente evolvere le aziende che analizzano, e questa consapevolezza è difficile da acquisire quando il mercato o il contesto nazionale di riferimento sono imprevedibili. Con un'alta volatilità gli andamenti storici diventano irrilevanti e il futuro appare incerto. Perciò persino il calo stabile di un singolo settore o di un'intera economia può essere più accettabile di una crescita imponderabile. Qui nascono le opportunità, con la possibilità per un investitore arguto di individuare le migliori occasioni, siano esse rappresentate da aziende solide pronte a seguire la crescita di economie in espansione, oppure da imprese che possono essere acquisite a prezzi bassi operando queste in settori o Paesi sofferenti.

Al buon risultato di mercato hanno contribuito anche un costo del debito relativamente basso, le elevate quotazioni di Borsa, come pure la liquidità di cui molte grandi imprese dispongono.

Una conseguenza interessante per gli *advisor* è ben delineata da uno studio australiano (6) secondo cui l'instabilità dei mercati indu-

striali e finanziari iniziata nel 2008 ha provocato un crollo del rapporto *deal conversion rate* (effettive vendite di società rispetto al totale degli incarichi di vendita gestiti). Il recente riassetto del mercato M&A ha consentito a questo indicatore di tornare a livelli interessanti, facendo crescere anche la domanda di esperti in M&A.

Si veda in merito la Tavola 2.

Con un volume globale di M&A che entro fine 2015 potrebbe approssimarsi a 4.600 miliardi di dollari, quest'anno le acquisizioni sembrano avviate a superare i dati record del 2007 (4.300 miliardi di dollari) (7). Una vera esplosione, soprattutto nel mercato statunitense, spinta da società e gruppi industriali alla ricerca di nuove vie per crescere. Certamente c'è il rischio che l'M&A subisca nuove battute d'arresto, soprattutto qualora ci fosse un incremento sensibile dei tassi d'interesse, un crollo dell'economia o un aggravarsi dell'instabilità geopolitica. Le prospettive di lungo periodo restano però positive, soprattutto perché i cosiddetti *baby-boomer* (cioè le persone nate a cavallo tra gli anni Cinquanta e Sessanta del secolo scorso)

Note:

(5) A dispetto della crescente instabilità geo-politica in aree importanti quali la Russia, l'Africa e il Medio Oriente.

(6) T.Brown, *How the M&A market works and what is happening now*, Supertrac, 2 marzo 2015.

(7) D.Mattioli e D.Strumpf, *M&A Deal Activity on Pace for Record Year*, The Wall Street Journal, 10 agosto 2015.

Tavola 2 - L'andamento del deal conversion rate

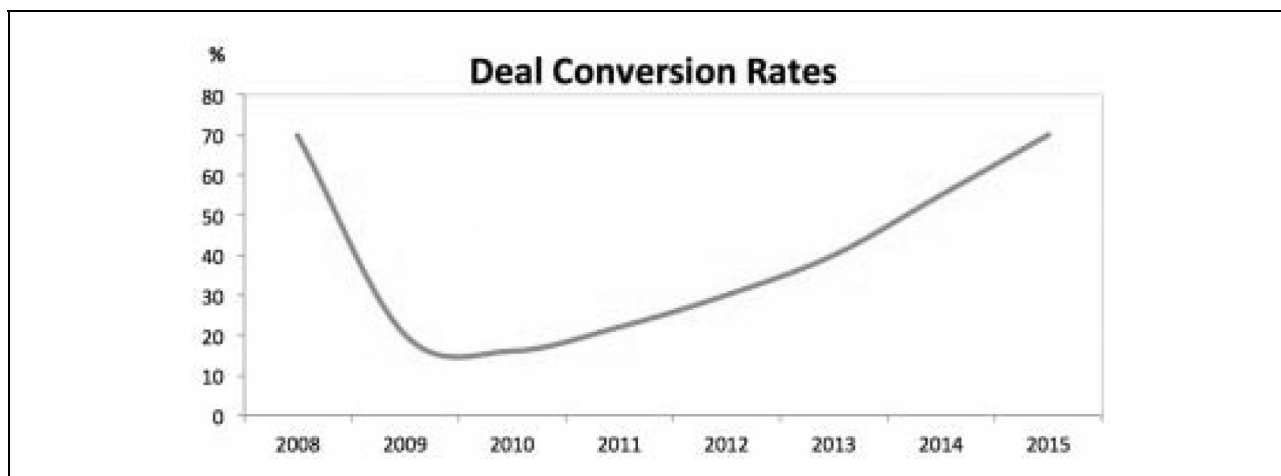
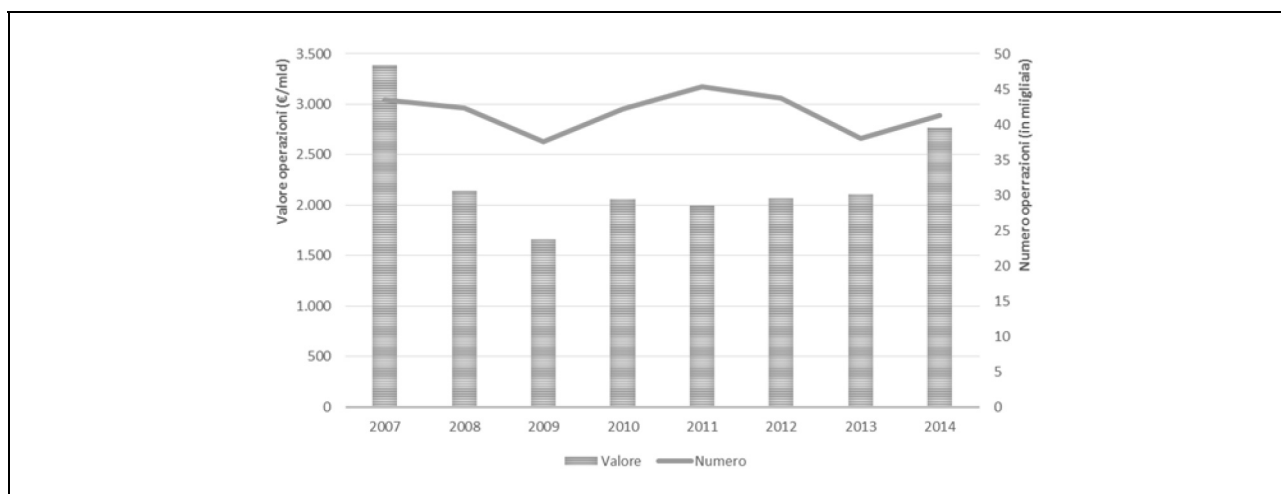


Tavola 3 - I numeri dell'M&A a livello mondiale



Fonte: Dealogic

hanno ormai una sessantina d'anni e sovente pensano di ritirarsi dagli affari. L'accresciuta competizione locale, la globalizzazione di molti settori, la pervasività dell'economia digitale e l'aumento della regolamentazione (e dei controlli) in materia legale e fiscale contribuiscono a rendere meno attraente per un ultrasessantenne il ruolo dell'imprenditore, in particolare di una PMI. Queste situazioni di successione imprenditoriale, soprattutto quando non hanno realistiche alternative all'interno della famiglia del fondatore, creano un ambiente ricco di opportunità per possibili acquisizioni a valutazioni ragionevoli (8).

Il mercato delle PMI italiane

A fine agosto 2015 l'Europa segnava un incremento del 22% nell'M&A rispetto al dato dell'anno precedente (9). Un andamento cui hanno contribuito anche le due mega-operazioni italiane su Wind (condotta da CK Hut-

Note:

(8) Attualmente i «prezzi» di compravendita delle imprese sono apparentemente depressi rispetto a quelli osservati nel quadriennio 2006-2009 che erano viceversa sopravvalutati dall'eccesso di liquidità derivante da una politica creditizia troppo espansiva e dall'esplosione del *private equity* in molte nazioni, tra cui l'Italia.

(9) Dati Dealogic e M.Porzio, *Europe Poised For Growth In Dealmaking*, www.forbes.com, 25 settembre 2015.

chinson) e Pirelli (effettuata da China National Chemical Corp), per dimensione rispettivamente il sesto e il decimo *deal* del Vecchio Continente.

A partire dal 2014, in effetti, le fusioni e le acquisizioni stanno riprendendosi anche in Italia, sulla scia dell'effervescenza che questo tipo di transazioni sta vivendo all'estero. A dispetto della continua debolezza strategica di diversi settori industriali, da gennaio a fine agosto 2015 le operazioni di M&A che hanno coinvolto imprese italiane hanno raggiunto i 59 miliardi di dollari, contro un dato per l'intero 2014 fermo a soli 37 miliardi: stiamo tornando ai livelli record del 2007.

Si tratta di un M&A bi-direzionale, che cresce per una combinazione delle acquisizioni di società italiane da parte di investitori esteri (come le due menzionate in precedenza) con operazioni condotte da entità del «Bel Paese» (10). L'ottimismo dei mercati finanziari nostrani si riflette anche sull'andamento della Borsa (con l'FTSE MIB che si è rivelato uno dei migliori indici europei) e delle emissioni obbligazionarie.

Questo fermento è spiegato da diversi motivi contingenti.

Innanzitutto c'è una maggiore stabilità della congiuntura, con tassi ai minimi, pochi grandi *default* (e virtualmente nessuno nel settore creditizio) e assetti politici relativamente stabili. Il governo sta anzi attivamente promuovendo gli investimenti, tanto in uscita quanto diretti verso l'Italia. I prezzi degli immobili e delle imprese sono poi calati in quanto molte aziende hanno perso terreno durante la recessione dell'Eurozona, perché la domanda interna è crollata per un triennio e per il combinato effetto del debito pubblico che continua a pesare negativamente sull'immagine nazionale e del notevole carico fiscale che influisce sulla competitività delle produzioni italiane. Le banche italiane, a loro volta, dopo anni di stretta creditizia e di difficoltà in termini di capitalizzazione sono ora alla ricerca di impieghi di qualità ad alto rendimento, obiettivi che talora si possono conseguire finanziando acquisizioni condotte tramite LBO (*leveraged buy out*).

Nell'immediato futuro, banche, *utilities* e immobiliare (anche di proprietà pubblica) saranno i settori presumibilmente attivi per operazioni su larga scala (11), mentre a livel-

lo di PMI ci si può attendere un dinamismo diffuso in ogni comparto dell'economia, dall'industria, alla distribuzione sino, in misura minore, alle costruzioni e ai servizi.

Sulle valutazioni nella successione imprenditoriale

Di teoria della valutazione d'azienda ne è stata fatta molta, anche in Italia, spesso di qualità. Adirittura è stato creato un organismo, l'OIV, che ha redatto i Principi Italiani di Valutazione. In questa sede, lungi dal voler arricchire questo fertile dibattito teorico, si desidera solo accennare ad alcune peculiarità riscontrate nella pratica quando l'oggetto della valutazione è stata una PMI che poteva essere venduta in relazione a un progetto di successione imprenditoriale.

In queste situazioni si riscontrano sovente alcuni fattori di debolezza strategico-finanziari che possono deprimere la valutazione o rendere ardua la cessione aziendale. Dal punto di vista strategico si ha spesso a che fare con società che:

- operano su un unico mercato (12);
- si trovano in un settore «maturo» se non addirittura in declino;
- adottano un modello tradizionale;
- aziende ove il management s'identifica perfettamente con l'imprenditore.

Se l'impresa è troppo focalizzata, aumentano i rischi per il potenziale acquirente in quanto l'investimento non è diversificato. Questo genere di azienda diventa interessante solo se negli anni ha saputo costruire un posizionamento di nicchia riconosciuto, magari concludendo contratti a lungo termine con clienti importanti oppure ottenendo sostanziosi

Note:

(10) Dealogic, infatti, a fine agosto segnala tra le grandi operazioni le due acquisizioni che la Exor degli Agnelli sta negoziando (l'assicurazione americana PartnerRe e la casa editrice inglese The Economist) e quelle completate da Pioneer Global Asset Management (su Santander AM), da Lavazza (marchio Carte Noire), da Zignago (Hugo Boss), da Banca Intesa (Privevda Banka Zagreb) e da Ferrero (Thorntons).

(11) R.Sanderson e A.Massoudi, *Highest level of dealmaking since 2007 sweeps corporate Italy*, Financial Times, 23 agosto 2015.

(12) Aziende *single-business* attive in una nicchia geografica o di prodotto (per esempio lo stampaggio di materie plastiche per l'industria degli elettrodomestici).

flussi di ricavo ricorrenti legati a servizi di manutenzione o vendita di ricambi (13).

Se il settore o il *business model* sono fuori moda, l'opportunità potrebbe non interessare agli imprenditori delle nuove generazioni o agli investitori finanziari. I primi, naturali acquirenti per le attività esistenti, sono più attratti da modelli innovativi, mentre gli investitori finanziari puntano soprattutto su comparti con evidenti prospettive di crescita o «di tendenza», su imprese *leader* e non piccole (di rado s'interessano ad attività con un giro d'affari inferiore a 10 milioni di euro). Si può così creare uno squilibrio strutturale tra il tipo di imprese in vendita e l'obiettivo degli investitori. Sull'attrattiva del settore è difficile agire (14), mentre è più agevole intraprendere azioni correttive per aggiornare l'approccio aziendale al mercato, ampliando i canali utilizzati o adottando proposizioni commerciali innovative.

Un limite strategico che si dovrebbe mitigare a prescindere da quanto la cessione societaria sia prioritaria riguarda la creazione di un management autonomo. Se il fondatore ha sviluppato un'organizzazione capace di gestire l'operatività quotidiana senza il suo continuo intervento e se la proprietà intellettuale critica è adeguatamente protetta, il valore del «bene-azienda» è esaltato.

Le debolezze finanziarie di molte PMI sono legate principalmente al rilevante peso relativo delle proprietà immobiliari e alla struttura finanziaria sbilanciata.

Molte aziende, infatti, hanno acquisito uno o più immobili, magari strumentali, che, per effetto della dinamica registrata dal mercato immobiliare nazionale, nel 2012 hanno raggiunto un valore superiore a quello delle attività industriali o commerciali che ospitano. In altre situazioni il debito per mutui o leasing immobiliari ha creato un carico difficilmente sopportabile dalla capacità di generazione di cassa dell'impresa. In questi frangenti la PMI dovrebbe agire a prescindere dall'urgenza di una cessione. Gli immobili strumentali devono avere una dimensione (logistica e finanziaria) che sia coerente, in prospettiva, con le esigenze operative e legali che stanno maturando (15). In ipotesi di vendita aziendale, la valutazione (e la richiesta dell'imprenditore uscente) dovrà essere costruita separatamente per l'immobile e l'atti-

vità aziendale, adeguando la struttura dell'operazione tramite opportuni scorpori dei compendi immobiliari posseduti dalla società.

Circa il tema dell'indebitamento, nel concreto si riscontra frequentemente una struttura finanziaria sbilanciata, con prevalenza di affidamenti a breve o a revoca e mezzi propri esigui rispetto al giro d'affari. In questi casi l'acquirente che deve farsi carico dell'onere di «ricostruire» l'indebitamento aziendale, dandogli dimensioni e forma compatibili con le prospettive aziendali (16), penalizzerà la valutazione della società. Qui l'azione preventiva si può concretizzare nella razionalizzazione dell'attivo, nella rinegoziazione delle linee di credito e nella ricapitalizzazione della società.

Note:

(13) In questi casi, anzi, la PMI potrebbe beneficiare di un premio rispetto alle valutazioni delle imprese quotate.

(14) Peraltro si stanno evidenziando diversi «consolidatori», imprese che hanno l'obiettivo di raccogliere alti volumi di lavoro, estraendo efficienze e profitti da settori tradizionali a basso rischio. Questi soggetti sono in grado di rivitalizzare aziende che in autonomia non hanno prospettive brillanti, di creare gruppi industriali capaci di generare denaro (le *cash cow*), talora addirittura di prolungare il ciclo di vita dell'intero settore apportando innovazioni di marketing o di prodotto.

(15) Si pensi al mobilificio che intende spostare *online* parte della propria attività, al produttore che ha ricollocato all'estero la manifattura o alla proprietà di un cespite con coperture, tubi o cavi contenenti amianto.

(16) Magari anche rimpiazzando le garanzie personali prestate dall'imprenditore uscente.