

Il boom delle acquisizioni proseguirà?

di Guidalberto Gagliardi (*)

Finanza Aziendale

Nel 2021 l'M&A ha raggiunto vette record. Le prospettive sono positive, soprattutto in alcuni settori, malgrado alcune incertezze.

Premessa

Il 2021 ha segnato nuovi *record* nell'attività di M&A a ogni livello, globale, europeo e nazionale. Le numerose statistiche sinora pubblicate (1) evidenziano dati quantitativi lievemente differenti in termini di numero e valore delle operazioni concluse ma, invariabilmente, denotano un livello eccezionale di attività.

Secondo PwC (2), per esempio, nel mondo sono state compravendute società attraverso più di 62 mila operazioni, per un controvalore prossimo ai 5 mila miliardi di dollari (i *mega-deal*, cioè quelli da oltre un miliardo di dollari, pesano per oltre un quinto del totale, si veda la Tavola 1). Il Nord-America continua a essere la regione più attiva e a maggiore crescita, però l'Europa è stato il secondo mercato regionale per l'M&A nel 2021 (Tavola 2).

Il mercato italiano è ugualmente giunto a vette mai esplorate. La forte crescita dei valori scambiati (quasi 100 miliardi di euro) è stata influenzata da alcune grandi operazioni ma anche dal volume *record* di transazioni (1.165 progetti completati) (3).

Tra gli elementi che hanno favorito l'espansione dell'attività si rilevano la credibilità del governo guidato da Mario Draghi, la capillare campagna vaccinale che ha fatto calare la pericolosità del COVID-19, le attese per il PNRR, lo slittamento di alcuni progetti sospesi nel 2020 e il forte recupero delle attività manifatturiere.

È interessante notare che le cinque principali operazioni nel mercato sono state di carattere transnazionale con gruppi italiani sul c.d. *buy-side* (la fusione tra Stellantis e PSA, l'acquisizione di Grand Vision da parte di EssilorLuxottica, di Nets da parte di Nexi e di un ramo di Ivory da parte di Edizione). In generale i *deal outbound* sono stati di

dimensioni relativamente elevati, avendo costituito quasi il 60% del controvalore pur essendo state solo 200 (meno del 20% delle transazioni complessive).

Esattamente opposta la situazione degli investimenti *inbound*. Le PMI del *Made in Italy*, infatti, sono state molto gradite come evidenzia il dato che vede un investitore estero (un fondo di *private equity* in oltre metà dei casi) come acquirente di realtà italiane nel 30% delle operazioni campionate, a fronte di un peso in valore di questi progetti pari al 17% del mercato. In effetti, nei maggiori 10 *deal* l'ingresso di capitali dall'estero si riscontra solo in due casi (Macquarie che ha acquisito Open Fiber, peraltro in *tandem* con Cdp, e KKR che ha puntato su FiberCop).

Numerose le operazioni domestiche (617, il 53% del totale), con dimensioni medie più contenute rispetto ai *deal* transfrontalieri (complessivamente corrispondenti a un quarto delle transazioni chiuse in Italia). I principali *deal* sono stati la fusione tra Nexi e SIA e l'acquisizione di ASTM da parte di Naf 2. Quest'ultima operazione (caratterizzata dalla presenza di un *private equity*, Ardian nello

Note:

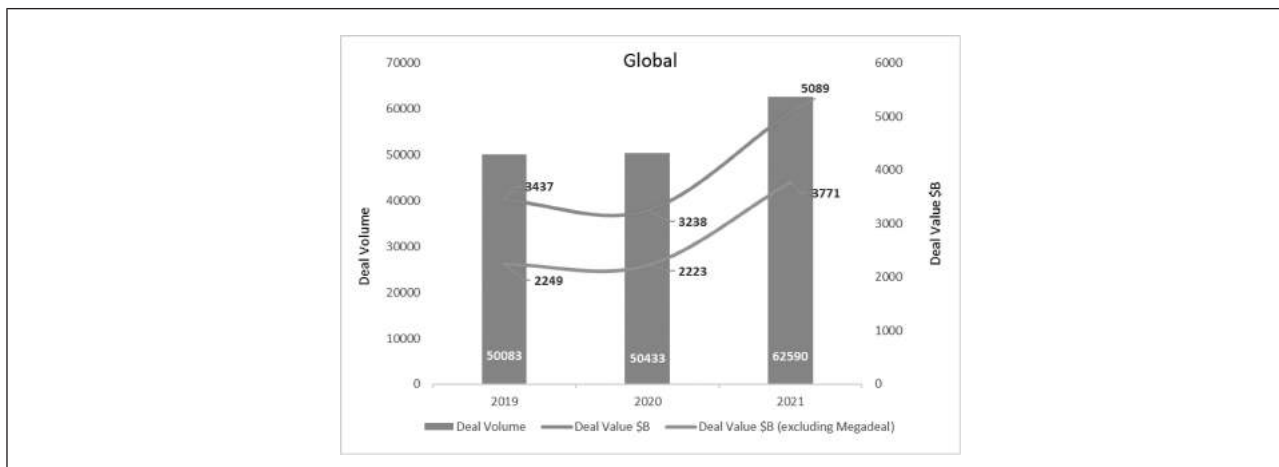
(*) *Equity Factory*

(1) Tra le ricerche disponibili *on line* si citano, senza pretesa di completezza: Bain & Company, "What the best companies did to win in a white-hot market", in *M&A Report, 2022*; Dealflower, *L'M&A globale sembra inarrestabile*; EY, *Trend M&A 2021 e previsioni 2022*; KPMG, *2021 was a blowout year for M&A - 2022 could be even bigger*; J. P. Morgan, *Top 10 Trends Shaping Global M&A Activity*; Pitchbook, *Global M&A Report*; PwC, *Global and Italian M&A Trends 2021 e Outlook 2022*; Reuters, *Global M&A activity smashes all-time records to top \$5 trillion in 2021*.

(2) PwC, *Global M&A Industry Trends: 2022 Outlook*, disponibile *on line*.

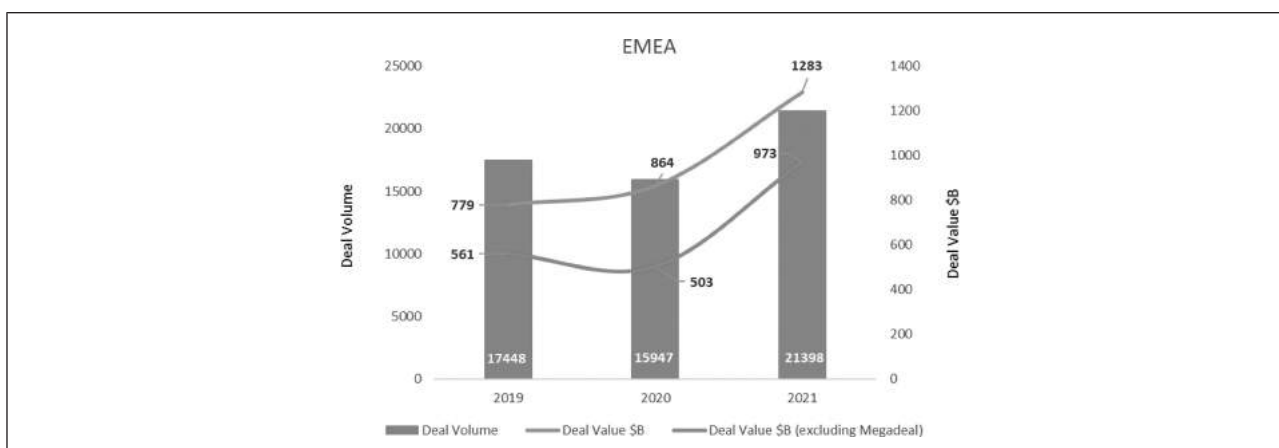
(3) Qui i dati provengono da KPMG, *Mercato M&A in Italia*, comunicato stampa del 3 gennaio 2022.

Tavola 1 - L'andamento dell'M&A su scala globale



Fonte: PwC, Global M&A.

Tavola 2 - L'andamento dell'M&A nell'area EMEA



Fonte: KPMG, Mercato M&A in Italia.

specifico, a fianco di una famiglia imprenditoriale italiana, Gavio) è parte di una tendenza sempre più diffusa che vede allearsi gli imprenditori con un fondo (nel 2021, per esempio, transazioni simili hanno riguardato IMA e Guala Closures).

I fondi di *private equity* hanno concluso 654 acquisizioni per quasi 15 miliardi di euro (4) con una evidente presenza di investitori esteri (attivi nel 40% dei *deal* italiani).

In estrema sintesi, pare possibile sostenere che:

- alcune imprese italiane sono state in grado di acquisire importanti *target* esteri nell'ambito di operazioni di concentrazione di settore;

- molte PMI sono state acquisite da concorrenti italiani, investitori esteri o fondi di *private equity*;
- la riorganizzazione dei gruppi industriali e delle grandi imprese familiari ha visto frequentemente l'intervento di fondi, talvolta stranieri.

Nota:

(4) I dati qui esposti sono stati comunicati da AIFI su *Private Capital Today* del 29 marzo 2022. Essi differiscono da quanto indicato nell'opera citata da KPMG (qui gli investimenti di *private equity* monitorati, evidentemente solo i maggiori, sono stati 197 per complessivamente quasi 12 miliardi di impieghi).

Interessante l'espansione dell'attività di *venture capital* a beneficio di *start-up* basate in Italia (317 investimenti per 992 milioni di euro) o fondate all'estero da nostri connazionali (26 operazioni per 919 milioni di euro): in sintesi, per quanto l'innovazione italiana non riscuota tradizionalmente un grande supporto dagli investitori istituzionali, nel 2021 le nuove imprese hanno raccolto quasi 2 miliardi di euro (5).

Assai movimentata anche la Borsa di Milano, con l'ingresso nei listini di 49 società (il dato più elevato in un ventennio) per un collocamento di 3,7 miliardi di euro (svettano Intercos e Ariston), nonché con 21 offerte pubbliche d'acquisto per un controvalore di 7 miliardi di euro (Generali su Cattolica e NB Renaissance su Sicit sono state le operazioni più rilevanti) (6).

Nell'M&A italiano i macrosettori della manifattura e dei beni di consumo sono stati i più attivi, anche se si sono fatte notare varie iniziative nelle *Information and Communication Technologies* (ICT), con grandi operazioni nelle infrastrutture per le telecomunicazioni (radio e via fibra) e numerosi accordi relativamente a società di *software* e a fornitori di soluzioni tecnologiche. I fondi hanno apprezzato anche aziende attive nel *food & beverage* e nella salute.

Cosa aspettarsi?

Le ragioni dell'espansione dell'attività di M&A sono state ampiamente illustrate in numerose ricerche e nei nostri recenti scritti (7). Ora la principale domanda è: questo *boom* proseguirà? A essa s'accompagna un altro quesito: quali saranno le direttrici evolutive, i *mega-trend*, per l'M&A nel prossimo futuro?

Le attese sono per il proseguimento della fase espansiva, in numero e importanza delle operazioni straordinarie, almeno per tutto il 2022 e, nel medio termine, per una stabilizzazione dell'M&A ai livelli precedenti allo scoppio della pandemia. In questo senso si esprimono gran parte delle ricerche citate in premessa (8).

Per il prossimo futuro ci sono indubbi motivi di preoccupazione socioeconomica su scala globale. Tra essi si possono citare i colpi di coda del COVID-19, i conflitti aperti e le tensioni geopolitiche nell'ex-URSS, nel turbolento Medio Oriente e in Africa, la crescente competizione per energia e acqua, le disfunzioni nelle catene

di approvvigionamento o nei sistemi logistici (9), il possibile innalzamento di barriere legali alle operazioni transfrontaliere (10), l'inflazione, il rialzo dei tassi (11), l'incertezza sui tempi e la misura del rallentamento della crescita del PIL, le elevate valutazioni unite talvolta alla scarsità di aziende di pregio che siano contendibili (12).

Però le tendenze emerse nell'ultimo triennio, a partire dall'estrema liquidità dei mercati finanziari e dall'esigenza/opportunità per molte imprese di ripensare il proprio posizionamento strategico, sono destinate a perdurare e, nel medio periodo, a superare gli ostacoli che potrebbero via via presentarsi. Anche perché ancora esistono numerosi mercati frammentati, come pure imprese forti basate in contesti nazionali stabili ma ancora sottovalutate (13). Permarrà anche l'abbondante liquidità dei "nuovi" ricchi (Paesi del Golfo principalmente) e del gigante asiatico, magari diretta dal vertice politico verso specifici settori ritenuti importanti per ragioni strategiche.

Nell'area EMEA (Europa, Medio Oriente e Africa) la maggior parte degli operatori si attende un'espansione dell'attività di M&A (14). In Italia vi sono temi specifici che potrebbero talvolta incidere sfavorevolmente sul volume di attività (come l'abituale fragilità del nostro sistema politico e giudiziario o l'aggressività delle autorità nel recuperare i contributi impropriamente percepiti durante

Note:

(5) AIFI, "VeM (*Venture Capital Monitor*): la filiera del *venture capital* investe 2 miliardi nell'innovazione italiana", *Private Capital Today* del 23 febbraio 2022.

(6) Teleborsa, Borsa Italiana, "49 IPO nel 2021: record dal 2000 grazie a segmento *Growth*", in *La Stampa* del 30 dicembre 2021.

(7) Per tutti G. Gagliardi, "Acquisizioni transfrontaliere: meglio ricorrere a un M&A *advisor* locale?", in *Amministrazione & Finanza*, n. 1/2022.

(8) KPMG, per esempio, sosteneva a gennaio 2022 che fossero già in cantiere una decina di gigantesche operazioni per un valore di circa 40 miliardi di euro (il 70% del controvalore dei *mega-deal* nel 2021); KPMG, *Mercato M&A in Italia*, cit.

(9) J. P. Morgan, cit.

(10) In ottica antiabusi, come nel caso delle verifiche *antitrust*, ma anche per protezionismo.

(11) "Global economies are accustomed to near-zero interest rates; now consumers, businesses and governments are preparing for a return to what used to be normal" da Pitchbook, in *The Weekend Pitch* del 20 marzo 2022.

(12) KPMG, *2021 was a blowout year for M&A ...*, cit.

(13) Pitchbook, *Global M&A Report ...*, cit.

(14) Intralinks/Mergermarket, *EMEA 2022 M&A Dealmakers Outlook*, scaricabile dal sito web www.intralinks.com.

la pandemia) ma, anche in questo caso, ci sono dei fattori strutturali (l'invecchiamento dei fondatori se non della seconda generazione d'imprenditori, come pure la presenza di eccellenze produttive in numerosi settori) e recenti (a partire dalle dimensioni rilevanti assunte dal *private equity*, come pure l'avvicinamento delle valutazioni delle imprese italiane ai livelli internazionali) che consentono di guardare al futuro con ragionevole ottimismo.

M&A mega-trend

Probabilmente uno dei maggiori filoni dell'M&A sarà legato all'ottimizzazione della catena del valore, con interventi anche di *reshoring* a monte delle imprese con l'obiettivo di ridurre la dipendenza da Paesi rischiosi o lontani. Parallelamente, sempre nell'ottica della creazione di sinergie, si assisterà ad acquisizioni a valle con cui i produttori cercheranno d'incrementare il controllo sulla distribuzione (15).

Gli investimenti *inbound* verso il mondo occidentale potrebbero talora puntare all'acquisizione d'imprese dotate d'impianti produttivi già attivi ed efficienti da parte di grandi gruppi dei Paesi emergenti. Assumere il controllo di un'impresa funzionante e bene organizzata è più rapido e talora più conveniente che comprare dei macchinari e doverli "avviare".

A livello internazionale, un impulso per l'M&A deriva dalla carenza di manodopera: in un mercato del lavoro competitivo l'acquisizione di talenti sta diventando una motivazione per molte acquisizioni (16). In Italia ciò potrebbe avvenire soprattutto nell'ICT, negli altri servizi avanzati alle imprese, nell'*high-tech*.

Sul mercato andranno anche porzioni di grandi imprese quando queste ultime cercheranno d'ottimizzare il loro portafoglio d'attività cedendo aree d'affari non strategiche allo scopo di recuperare margini o risorse, come pure per ridurre la complessità gestionale (17). Spesso questi c.d. *carve-out* creano promettenti opportunità d'investimento per fondi e imprese (18).

Operazioni connesse alle tecnologie di base (spesso realizzate da fondi di *venture capital* o da *corporate venture capital*), alle applicazioni innovative, alle telecomunicazioni, alla digitalizzazione e al *data analytics*, alla *cybersecurity* saranno al centro dell'attenzione, direttamente come pure nelle loro applicazioni alle filiere B2B (macchine utensili e

know-how), alla finanza, alle assicurazioni e al *retail*. La trasformazione digitale avrà impatto anche sul processo di M&A e sull'esecuzione delle acquisizioni.

L'attenzione sarà anche verso aziende con marchi o prodotti *leader* la cui acquisizione possa permettere di accelerare o riprendere la crescita, puntare a nuove nicchie, sfruttare capacità commerciali, tecnologiche o di accesso ai contributi, espandersi geograficamente oppure diversificare in nuovi mercati (19).

I fondi di *private equity* continuano a raccogliere nuove risorse (20) e resteranno investitori aggressivi sia per acquisizioni dirette, sia per *add-on*. L'*add-on* si realizza quando la società in cui il fondo ha investito acquisisce un'altra impresa. Si tratta, in pratica, di aggregazioni nelle quali il fondo apporta denaro, competenze strategiche ed esecutive, mentre il *management* della partecipata individua e analizza il *target* secondo un'ottica industriale. Tali strategie c.d. di *buy-and-build* (o di *clustering* di settore) permettono, in effetti, di comprare imprese a prezzi convenienti (le "aggiunte" scontano spesso la loro minore dimensione) per poi rivenderle a multipli premianti (anche solo per il salto dimensionale e per le sinergie ottenute con l'aggregazione). Diversi fondi potrebbero anche agire d'intesa tra loro concertando dei *club deal* per puntare alle imprese di maggiori dimensioni, con ciò

Note:

(15) PwC, *Global and Italian M&A Trends*, cit.

(16) Un terzo dei dirigenti intervistati da KPMG afferma di voler utilizzare l'M&A per acquisire più talenti nel 2022. Secondo loro la carenza di manodopera qualificata è un problema immediato e le aggregazioni societarie possono essere una soluzione rapida. KPMG, *2021 was a blowout year...*, cit.

(17) G. Gagliardi, "Disinvestire attraverso il *carve-out*", in *Amministrazione & Finanza*, n. 7/2017.

(18) Intralinks/Mergermarket, op. cit., identifica nei *carve-out* una delle principali prossime direttive di sviluppo.

(19) "Almost 60 percent (of executives) are seeking access to new products, services and technologies", KPMG, *2021 was a blowout year...*, cit.

(20) AA.VV., "Private equity: 2021 Year in Review and 2022 Outlook", in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, mercoledì 9 febbraio 2022. In questo senso anche l'affermazione riportata da Intralinks: "Three-quarters of LPs plan to increase their allocations over the next 12 months, with private equity (PE) and venture capital (VC) at the top of their lists", SS&C Intralinks, *2022 LP Survey*, on line, 2021. AIFI, su *Private Capital Today* del 29 marzo 2022, riporta per il 2021 un dato della raccolta dei fondi italiani pari a 5,7 miliardi di euro.

seguendo le orme dei colossi statunitensi (21) e quelle dei minori *private equity* nostrani. Contemporaneamente diverse partecipazioni nel portafoglio dei fondi giungeranno al termine del loro ciclo: in tal modo molte imprese di qualità (con *management* professionista e sistemi di *governance* evoluti) saranno messe sul mercato e potranno essere contese da altri fondi o da aziende industriali.

Se il ruolo del *private equity* resta ovunque di livello assoluto, vi è maggiore incertezza per le SPAC (22). Le SPAC statunitensi stanno mostrando segni di debolezza e il loro futuro è ambiguo (con un'impennata dei collocamenti accompagnata da un tasso medio di ritiro anticipato passato dal 10% al 60% che ha ridotto la portata delle operazioni e la capacità di finanziare la crescita a valle della *business combination*) (23). Le difficoltà delle SPAC d'oltreoceano non dovrebbero avere un impatto significativo sul nostro Paese (è raro che questi veicoli d'investimento si avventurino lontano dalla Borsa dove sono quotati) (24), anche perché i veicoli recentemente quotati sono pochi (nel 2021 ne sono entrati in Borsa solo due, Revo e Industrial Stars of Italy 4). D'altra parte l'ampliamento del potenziale dei Piani Individuali di Risparmio PIR (che, grazie a recenti novità legislative, possono aumentare la loro validità come strumento per il finanziamento dei progetti strategici delle PMI) e la diffusione di prodotti di *private equity* per i risparmiatori *retail* potrebbero essere ulteriori fattori positivi per l'espansione dell'attività di M&A da parte d'investitori istituzionali.

La Borsa, beneficiando forse dell'ampia disponibilità di capitali alla ricerca d'investimenti nell'economia reale, sta finalmente attraendo numerose aziende. Ciò dovrebbe consentire di allineare le dimensioni relative di Piazza Affari a quelle dell'economia nazionale. Tra le quotazioni realizzate a inizio 2022 o attese a breve vi sono (25) Altea Green Power (energia da fonti rinnovabili), Civitanavi (sistemi di navigazione), Comau (*robot* industriali), De Nora (impiantistica per chimica e idrogeno), Epta (refrigerazione commerciale), Golden Goose (*sneakers lifestyle*), Iveco (veicoli *on-highway*), Lima Corporate (protesi ortopediche), Mooney (*fintech*), Rocket Sharing Company (energia e *blockchain*), Sisal (scommesse), Technoprobe (sistemi per il *testing* dei semiconduttori).

Pare invece che sia tramontata la quotazione di Linkem e che sia in dubbio quella di Fedrigoni (cartiere).

Le questioni connesse al cambiamento climatico e alla maggior rilevanza del benessere personale e sociale sono diventate (finalmente) centrali in molti ambiti. L'M&A non fa eccezione: lo ESG è ormai un rilevante terreno d'investimento (26), come pure un elemento da monitorare nella fase d'investimento e nel corso della gestione delle partecipate (27). Tra i temi "climatici" saranno certamente importanti l'economia circolare e la gestione intelligente dei rifiuti e il riassetto delle fonti e dei flussi di energia (con "efficientamenti" e riduzione degli sprechi). I *private equity* presteranno sempre maggiore cura alla verifica dell'impatto sociale e ambientale dei potenziali investimenti e dedicheranno crescenti risorse agli investimenti sostenibili (28). Essendosi palesate diverse filosofie nell'approccio ai temi ESG, in alcuni casi tacciate di essere un mero *greenwashing* (29), i gestori dei fondi stanno comunque provando a stabilire delle esplicite politiche ESG così da poter attrarre

Note:

(21) Il 2021 ha visto il gigantesco *buyout* da 34 miliardi di dollari su Medline da parte di un consorzio delle società di *private equity* Blackstone, Carlyle e Hellman & Friedman. AA.VV., *Private equity ...*, op. cit.

(22) G. Gagliardi, "Pledge fund, search fund e SPAC: novità nel *private equity*", in *Amministrazione & Finanza*, n. 5/2016.

(23) A. Ramkumar, "La nave SPAC affonda e gli investitori rivogliono indietro i loro soldi", in *The Wall Street Journal* ripreso da MF del 21 gennaio 2022.

(24) Con la parziale eccezione rappresentata dalla fusione del gruppo italiano del lusso Ermenegildo Zegna con la SPAC Investindustrial Acquisition Corp. quotata al NYSE (ma ispirata da investitori istituzionali italiani).

(25) A. Robustelli, "M&A Transformation Is Rising in Italy", in *Intralinks* del 20 dicembre 2021 e S. Bennewitz, "Torna la voglia di IPO", in *La Repubblica* del 6 ottobre 2021.

(26) In 2021, ESG-related acquisitions more than doubled, from Pitchbook, cit. Secondo EY anche il settore life science sarà dinamico, EY, cit.

(27) F. Montresor - G. Gagliardi, "Il legame tra operazioni di M&A, ESG performance e risultati economico-finanziari", in *Amministrazione & Finanza*, n. 12/2021.

(28) Pitchbook, "Apollo's \$100B sustainable investing platform looks beyond private equity", in *The Daily Pitch: Europe* del 28 febbraio 2022: "The asset manager plans to deploy the capital through a new platform devoted to energy transition and the decarbonization of industrial sectors by 2030, highlighting a trend that has become a top priority for firms".

(29) Cioè un'attenzione alle questioni socio-ambientali meramente di facciata. Si veda A.A. King - K. P. Pucker, "ESG and Alpha: Sales or Substance?", in *Institutional Investor* del 25 febbraio 2022.

dei sottoscrittori che abbiano una visione coerente con il loro approccio d'investimento (30). Pensando ai processi per realizzare le operazioni di M&A, si nota che la capacità di creare, investigare e negoziare a distanza le opportunità si è diffusa durante la fase acuta della pandemia e resterà importante anche quando le possibilità di viaggiare e incontrarsi torneranno ai livelli storici.

È infine probabile che per la concreta conclusione di operazioni di successo si dovranno soppesare la crescente incertezza sistemica e il moltiplicarsi degli attori in gioco che incrementa la competizione tra potenziali investitori: tali fattori implicano per gli investitori professionali e per le imprese in fase espansiva una revisione della propensione al rischio, un

rafforzamento delle capacità di *scouting* e negoziazione (31), nonché l'introduzione di competenze di *due diligence* anche in nuove materie (32) e in ambiti organizzativi non usuali.

Note:

(30) In questa direzione si sta muovendo anche l'associazione italiana dei *private equity* AIFI che, per esempio, l'8 marzo 2022 ha pubblicato con Sirsa il "Report di Sostenibilità: Impegno e trasparenza sui temi ESG".

(31) G.Gagliardi, "Acquisizioni transfrontaliere: meglio ricorrere a un M&A advisor locale?", in *Amministrazione & Finanza*, n. 1/2022.

(32) Dal rispetto di criteri ESG alla verifica dell'assenza di abusi nel ricorso ai sostegni COVID-19, passando per la verifica della sicurezza cibernetica e delle capacità del *target* nell'analisi dei *big data*. Cfr. Pitchbook, cit.

LIBRI

Tesoreria e finanza operativa

di Fabio Carletti, Davide Giovanelli e Fabrizio Masinelli

III Edizione, Ipsoa Editore, 2021, pagg. 576, € 45,00



La tesoreria e la finanza d'impresa hanno un ruolo centrale al fine di garantire il corretto e duraturo sviluppo dell'azienda, in quanto hanno come obiettivo la gestione di una risorsa fondamentale: la cassa.

Questo volume vuole poter offrire a chi si occupa di tesoreria e finanza le conoscenze, le possibili **soluzioni ed esempi operativi** da utilizzare nella pratica quotidiana, soprattutto in un contesto economico e finanziario in notevole evoluzione. Nell'opera vengono trattati temi di assoluta novità quali il **Codice della crisi di impresa** ed i risvolti sulla tesoreria, le nuove possibilità offerte dalle **fintech** e dall'**open-banking**, senza dimenticare quelle che sono le **attività tipiche** della tesoreria, quali la pianificazione finanziaria, il cash management e la gestione del passivo, la definizione del rating ed il

ruolo fondamentale della comunicazione finanziaria nel rapporto banca-impresa. Particolare rilievo è dato anche al tema del **Cyber Crime**: è sempre più importante potersi difendere da possibili "attacchi", dotandosi di policy e procedure di tesoreria che consentano non solo di operare con attenzione nel rispetto di ruoli e responsabilità, ma che permettano perfino di conseguire la **certificazione delle attività di tesoreria** secondo la prassi UNI/PdR 63:2019.

Per informazioni e acquisti

- **Servizio Informazioni Commerciali Ipsoa**
Tel. 02.82476794 - fax 02.82476403
- **Agenzie Ipsoa di zona**
(www.ipsa.it/agenzie)
- **shopwki.it**