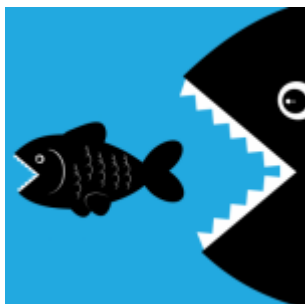


SARÀ L'ANNO DELLE FUSIONI & ACQUISIZIONI



Non soltanto le fusioni e acquisizioni nel mondo sono in decisa rimonta negli ultimi due trimestri del 2020 (+33% nel terzo trimestre) ma addirittura è lecito prevedere un vero e proprio boom di queste operazioni nel corso del 2021. Vediamone insieme le motivazioni ed i fattori in gioco.

LA RECESSIONE HA COLPITO DURAMENTE

Il nuovo corso dell'economia mondiale parte nel 2021 con la conta delle numerose vittime della pandemia, oltre quelle della recessione economica che ha seminato scompiglio in tutto il mondo. L'economia mondiale nel corso del 2020 è prevista aver flettuto per circa il 4%, cosa che, al netto di una crescita demografica di almeno il 3%, si traduce in una delle più pesanti recessioni dal dopoguerra ad oggi!

Il rimbalzo che tutti prevedono nel 2021 sarà tuttavia assai modesto e probabilmente smentirà molte ottimistiche attese, per una lunga serie di motivi che rischiano di portare questa breve lettura assai fuori tema. Fatto sta però che la prima delle premessa perché il 2021 possa essere incorniciato come l'anno delle fusioni e acquisizioni è proprio questo: l'importante flessione dell'economia mondiale e in particolare di quella italiana (il Prodotto Interno Lordo è previsto scendere dalle statistiche ufficiali nell'interno del 9% ma in realtà è possibile che il suo calo andrà ben oltre le due cifre percentuali).

ITALIA 2017-2019: PROFILO MEDIO DELL'INVESTIMENTO

	2019	2018	2017
Tipologia d'operazione	Buy Out	Buy Out	Buy out
Ammontare investito (Mln €)	27,5	32,0	30,3
Quota acquisita	77%	74%	74%
Deal origination	Family & Private	Family & Private	Family & Private
Regione	Lombardia	Lombardia	Lombardia
Settore	Prodotti industriali	Prodotti industriali	Prodotti industriali
Volume dei ricavi (Mln €)	35,6	44,5	41,7
Enterprise Value (Mln €)	74,6	95,5	90,1
EV/EBITDA	9,1x	10,1x	9,2x

Fonte: Private Equity Monitor (PEM), 2020

Il calo generalizzato dei ricavi paradossalmente però è possibile torni a far crescere le valutazioni d'azienda, intese come multiplo dell'EBITDA (il margine operativo lordo), dal momento che è opinione diffusa e accettata il fatto che ciò che (di negativo) è accaduto nel 2020 rimarrà probabilmente senza uno stabile seguito.

LA RICERCA DI SOLUZIONI "ESTERNE" PASSA PER ACQUISIZIONI E FUSIONI

I matrimoni

Fusioni e acquisizioni delle aziende familiari italiane nel 2020 (dati al 21/10/20)

Azienda acquisita	Acquirente	Quota	Milioni di euro
Supermarkets Italiani (Esselunga/Italia)	Giuliana Albera Caprotti e Marina Caprotti	30%	1,8
Fox's e Rocky - Northern Food Grocery (UK)	Ferrero	100%	270
Attune Hearing (Australia)	Amplifon	100%	34
ThermaCare® - GlaxoSmithKline (Usa)	Angelini	100%	190
Pasta Zara (Italia)	Barilla	*	118
Infibra Technologies (Italia)	Brembo	20%	0,8
Baron Philippe de Rothschild (Francia)	Davide Campari	100%	60
Tannico (Italia)	Davide Campari	49%	23,7
Champagne Lallier (Francia)	Davide Campari	80%	48,3
Apotex (Canada)	Chiesi Farmaceutici	100%	N.d.
Smart Pharma (Polonia)	Chiesi Poland**	100%	10
Castelfrigo (Italia)	Inalca***	100%	7
Gruppo Ahlstrom-Munksjö (Finlandia)	Fila	100%	43,6

*ramo d'azienda; **Chiesi Farmaceutici; ***Gruppo Cremonini

I «compratori seriali» del decennio

Chi ha fatto più acquisizioni fra le aziende italiane nel 2000-2019, in evidenza le imprese familiari

Edizione 89	Zucchetti 36
Enel 86	Iren 34
Fininvest 70	Cofide 34
Exor 70	Tiscali 34
De Agostini 69	IH 32
Eni 59	Erg 31
EssilorLuxottica 57	Gruppo Gavio 31
Tim 52	Gruppo Cremonini 29
Pirelli* 45	Caltagirone 28
Italmobiliare 42	Hera 27
a2a 38	Campari 27
Ima 37	Marzotto 26
Leonardo 37	

Esclude banche, assicurazioni ed altre aziende del settore finanziario;

*include Pirelli (ora parte del Gruppo ChemChina) e Prelios (ora parte di Davidson KempnerCapital Management);

**include Italcementi, ora parte del Gruppo HeidelbergCement

I risultati di chi si è quotato

Esempi di apertura al capitale pubblico (Borsa Italiana) di chi ha fatto fusioni e acquisizioni

	Anno (primo ingresso)	Fatturato ¹ milioni di euro	Crescita media annua ²		
			Ricavi	Ebitda	Dipendenti
Amplifon Fam. Holland	2001	1.732	+9,1%	+13%	+10,3%
Campari Fam. Garavoglia	2001	1.843	+6,8%	+8%	+6,8%
Fila Fam. Candela	2010	683	+14,6%	+13,6%	+16,5%
Ima Fam. Vacchi	2009	1.596	+12,2%	+12,5%	+6,6%
Interpump Fam. Montipò	1995	1.369	+6,5%	+9,6%	+7,4%
Lu-Ve Fam. Liberali e Faggioli	2015	390	+16,7%	+16,8%	+18,4%

1) fatturato ultimo anno disponibile (2019 o 2018);

2) crescita media annua calcolata a partire dall'anno di apertura del capitale

Fonte: Kpmg per il Corriere della Sera, «Aziende familiari ed M&A: il decalogo delle acquisizioni di successo», 21/10/2020

La crisi economica infatti costringe molte imprese a cercare soluzioni “esterne” all’eccesso di costi sui ricavi, alla necessità di investire capitali che non ci sono e di contrarre finanziamenti che non arrivano o tardano ad arrivare. Spesso queste soluzioni sono una mera cessione tout-court (magari anche soltanto parziale), altre volte (le migliori) le soluzioni “esterne” si traducono nell’ingresso di un investitore di private equity o di capitali che provengono dalla quotazione in Borsa (nell’anno 2020 le matricole a Piazza Affari hanno superato la ventina di unità, tutte tranne una al segmento A.I.M.).

L’investimento azionario resta infatti -per i prossimi anni- sostanzialmente da privilegiare rispetto a quello in titoli a reddito fisso, ma soprattutto le imprese che crescono spesso trovano nelle aziende acquisite quel capitale umano e quelle innovazioni che fanno fatica a sviluppare autonomamente. Questo spiega la sistematica acquisizione di aziende di piccola dimensione anche da parte dei gruppi industriali famigliari, ancora molto presenti ed attivi in Italia.

Non è da sottovalutare infine una soluzione -possibile ma assai poco frequente- nel nostro Paese ai problemi della sotto-capitalizzazione e della ridotta dimensione aziendale: l’aggregazione tra due o più imprese che mettono a fattor

comune le proprie forze per sostenere gli investimenti, le spese per la digitalizzazione e la diffusione internazionale dei loro prodotti, nonché gli investimenti in innovazione e sviluppo.

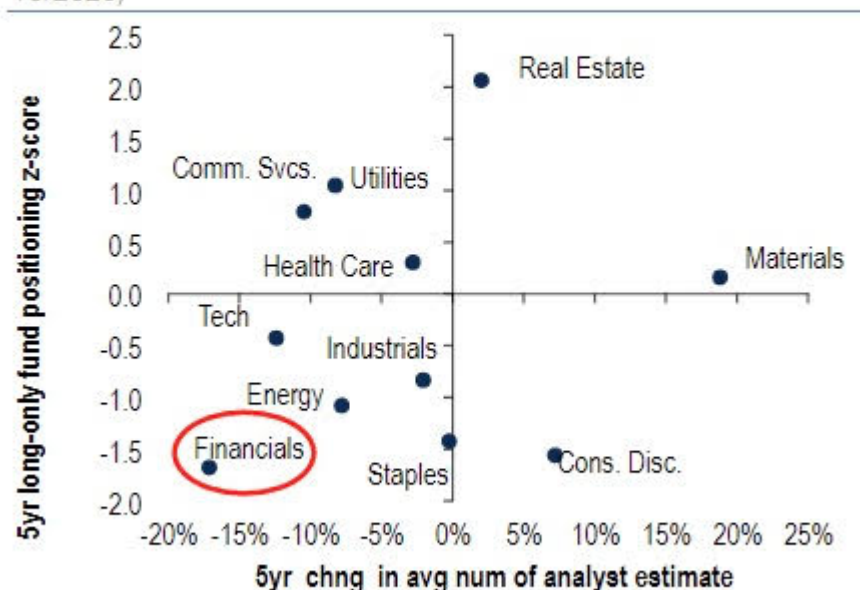
IL RITARDO ACCUMULATO NELLE FUSIONI E ACQUISIZIONI

Le fusioni e le aggregazioni tra imprese sono fisiologicamente poco frequenti nei paesi dove è meno sviluppata la “democrazia finanziaria” (se ancora si può chiamare così la diffusione dell’investimento azionario tra il pubblico), laddove più debole è la cultura di “governance” diffusa, in quei distretti industriali dove passa in secondo piano il rispetto degli interessi delle minoranze e dove sono meno attive le autorità che sorvegliano il rispetto delle regole societarie.

Chart 55: What's out of favor by the buy-side and the sellside?

Financials

5yr change in average number of analyst earnings estimate vs the 5yr long-only fund positioning (vs S&P 500) z-score by sector (as of 10/2020)



Source: US Equity & Quant Strategy, IBES, FactSet Ownership

Dove invece queste funzioni sono esaltate nessuno sente il bisogno di tutelarsi con il controllo assoluto della maggioranza delle azioni e le imprese riescono ad avere una pluralità di soggetti che ci investono, che le aiutano a crescere e che si organizzano tra loro per farlo. Il nostro Paese è stato un campione di tali manchevolezze e il risultato è stato quello di disperdere il capitale di rischio che gli imprenditori sono capaci di investire perché quando c'è una fusione le risorse

di tutti vanno verso lo sviluppo del business.

Mentre quando occorre acquisire un'impresa il venditore spesso e volentieri indirizza il denaro ottenuto all'acquisto di immobili o di beni voluttuari. Non solo: la ridotta dimensione aziendale che è tipica del nostro Paese discende spesso dall'incapacità degli imprenditori di "fare squadra" ed organizzarsi per sostenere la crescita del business. Probabilmente il buon clima e il buon cibo che è possibile godere a poco prezzo nella Penisola hanno fatto la differenza!

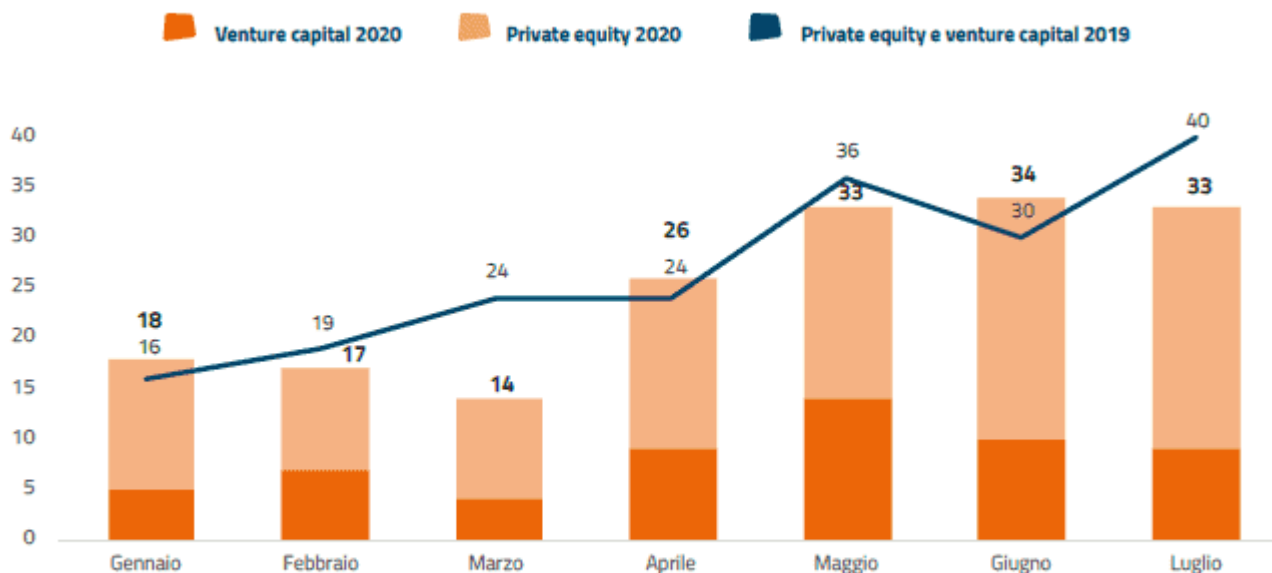
MA NEL 2020 ARRIVA LA CONCORRENZA: QUELLA GEOGRAFICA...

Ma il 2020 è stato un anno di grande accelerazione, tanto dell'innovazione tecnologica, necessaria per sostenere con la digitalizzazione delle imprese la possibilità di far fronte alla difficoltà di viaggi e interscambi, quanto del commercio elettronico, che spesso ha beneficiato dell'impossibilità per il consumatore di recarsi presso spazi fisici di shopping, quanto infine della concorrenza internazionale, a causa del fatto che il mondo si è diviso sempre più tra Oriente e Occidente: con il primo che ha praticamente continuato a correre e il secondo che si è fermato. Ovviamente le imprese asiatiche non sono rimaste a guardare e stanno selezionando ulteriori acquisizioni (soprattutto nel nostro Paese, dove costano meno) per completare la loro strategia globale.

...E QUELLA TECNOLOGICA !

Ma una seconda e forse più insidiosa competizione con prodotti e servizi tradizionali arriva dalle nuove tecnologie. Stanno mettendo K.O. il settore finanziario ad esempio (e infatti proprio dalle banche, dalle assicurazioni e dai gestori di patrimoni ci si aspettano le più eclatanti operazioni di fusioni e acquisizioni nell'anno che sta arrivando). Ma stanno anche rivoluzionando i servizi tradizionali e i prodotti più classici con l'industria (cosiddetta) 4.0, cioè con l'automazione sempre più spinta che riduce i costi e i tempi delle produzioni e mette fuori gioco le industrie che in passato hanno goduto di forti vantaggi di prezzo oggi spesso ingiustificati.

IN EUROPA SI VENDERANNO LE AZIENDE A ASIATICI E AMERICANI



Fonte: elaborazione AIFI su dati VeM e PEM – Università Cattaneo

Un altro fattore che potrebbe sospingere in Europa il flusso di acquisizioni che molti prevedono avrà luogo a partire dalle Americhe e dall'Asia sono i valori d'azienda: spesso più bassi di quelli d'oltreoceano a causa di mercati finanziari meno liquidi, minori dimensioni aziendali, schiacciamento dei margini di guadagno a causa dei fattori appena citati.

Non soltanto l'elevato allarme sanitario ha spesso ridotto in ginocchio gran parte delle imprese, ma anche il contesto sociopolitico appare svantaggioso nel vecchio continente, con l'ovvia conseguenza che un mercato interno più asfittico e un eccesso di regolamentazione geopolitica rendono poco appetibile la continuità del business per le imprese europee, e spingono verso una loro cessione a investitori e concorrenti che provengono da situazioni più favorevoli.

IL MERCATO FINANZIARIO SPINGE VERSO LE AGGREGAZIONI

Ulteriori fattori che potranno sospingere non poco la (s)vendita di numerose belle imprese agli stranieri sono la scarsità moneta e la scarsità di capitali reperibili nel vecchio continente ed in particolare nella penisola italiana! Spesso la scarsità di capitali viene compensata dall'abbondanza di capitali di rischio che è possibile reperire in Borsa. Ma questi ultimi premiano soprattutto le capacità di aggregazione tra imprese e la qualità delle possibili acquisizioni. Il risultato è che il flusso (che si prevede consistente nel 2021) di nuove Initial Public Offering determinerà anch'esso una consistente mole di fusioni e acquisizioni.

SPAC Surge

Gauge of blank-check firms outperformed S&P 500 since end-July



Source: Bloomberg



Si veda ad esempio il grande “boom” in America delle “special purpose acquisition companies” (ovvero SPAC), società-contenitore quotate in borsa prima ancora di essere attive, destinate a fondersi con società che hanno necessità di quotarsi in Borsa e di raccogliere denaro liquido.

E L'UNIONE EUROPEA NON CI AIUTA

L'accelerazione tecnologica, derivante dalla globalizzazione e la necessità di detassare i pesanti investimenti necessari e accrescere le dimensioni aziendali, costituiscono senza dubbio i paradigmi più diffusi dell'evoluzione industriale nel terzo millennio. Ebbene: nonostante ciò sia chiaro a tutti, quasi nessuna iniziativa è stata presa per favorire l'allineamento delle imprese europee a tali direzioni.

Anzi! La prospettiva di dover sostenere con pesanti carichi fiscali i disavanzi pubblici invece di ottenere degli incentivi per sostenere la competizione internazionale tende a deprimere le aspettative degli imprenditori. Non stupisce di conseguenza che chi investe valuti meglio la cessione delle imprese europee ai colossi atlantici e pacifici piuttosto che investire nel loro rafforzamento in un contesto sfavorevole e arretrato, dove è più difficile ottenere credito e adeguate valutazioni d'impresa.

IN BILICO I RATING DELL'ITALIA

	Moody's	S&P	Fitch	DBRS
 Area investment grade				BBB+ ↓
		BBB ↔		BBB
	Baa3 ↔	BBB-	BBB- ↔	BBB-
 Area speculative grade	Ba1	BB+	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-	BB-

↓ Outlook negativo ↔ Outlook stabile

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

I FATTORI DI DOWNGRADE SECONDO MOODY'S, FITCH, S&P E DBRS

Insuccesso nell'implementazione di politiche fiscali in grado di gettare le basi per la stabilizzazione e il rientro a partire dal 2024 del deficit primario in rapporto al Pil, propedeutico alla progressiva riduzione negli anni a venire dell'elevato debito pubblico.

Crescita economica non sufficientemente vigorosa nel medio termine, segnata dalla scarsa efficacia d'impiego dei deficit primari di bilancio a sostegno dell'economia programmati fino al 2023 e delle ingenti risorse comunitarie disponibili nel periodo 2021-2026 (NGEU), con effetti attesi sul Pil a partire dal 2022 e più significativamente nel 2023-2024.

Economia non supportata da adeguate riforme strutturali, capaci di rendere più solida e meno aleatoria la crescita nel medio-lungo periodo a prescindere dal Recovery fund (NGEU).

Incremento dei tassi d'interesse reali per le nuove emissioni di titoli di stato, anche a causa di eventuali instabilità politiche o mutamenti nel sentiment di mercato, in grado di minare le esigenze e gli impegni finanziari del Paese.

Consenso tratto dalle comunicazioni ufficiali che hanno accompagnato la conferma autunnale dei rating sull'Italia da parte delle quattro maggiori agenzie internazionali

Le aspettative insomma contano non poco. E nel nostro Paese in particolare risultano piuttosto depresse. Non c'è da stupirsi se questo comporterà un incremento delle dismissioni di marchi, immobili e cespiti strategici,

un'accelerazione delle cessioni d'impresa e un conseguente calo dell'occupazione. Se non fosse per la scarsa considerazione di cui gode la nostra classe politica, sarebbe lecito persino pensare che lo faccia apposta!

Stefano di Tommaso