

M&A Oltre 15 mila operazioni di fusioni e acquisizioni, per un totale di 1.500 miliardi di euro. Questo è il bilancio del trentennio per il mercato italiano, che ora arranca mentre nel resto del mondo il settore è tornato a correre forte. Ma qualcosa si muove

Cercando il punto di fusione

di Max Fiani*

Millecinquente miliardi di euro. È questa la cifra mossa dal mercato italiano delle *mergers and acquisitions* (M&A) negli ultimi 30 anni, per un totale di 15.307 operazioni.

Lo sviluppo di questo mercato è stato influenzato da diversi trend macroeconomici, sia a livello nazionale che internazionale, e in particolare modo dalla crescente spinta alla globalizzazione dei mercati.

Negli ultimi 30 anni si possono identificare tre macro-cicli:

1986 al 1998: è il primo grande ciclo dell'M&A. Si è sviluppato principalmente su scala domestica, ed è stato caratterizzato, a partire dai primi anni 90 dai processi di privatizzazione;

1997-2007: il secondo ciclo, durato per un decennio fino all'inizio della c.d. crisi dei *subprime*, ha fatto registrare valori record (quasi 150 miliardi di euro sia nel 1999 che nel 2007). È stato espressione dell'apertura dei mercati legata ai processi di globalizzazione economica;

2008 fino ad oggi: il terzo ciclo iniziato a metà 2008 ha fatto registrare una drastica riduzione dei controvalori a seguito della crisi prima finanziaria e poi economica globale. Ci si aspetta che il mercato ritorni ai livelli pre-crisi nei prossimi anni, ma al momento la strada da percorrere sembra ancora lunga.

1986-1998: La stagione delle privatizzazioni.

L'Italia, che usciva dagli anni del *boom* economico degli anni 60 e 70, si presentava come una economia in salute, guidata da un tessuto imprenditoriale propositivo e da una riconosciuta eccellenza nel manifatturiero. In un mercato di imprenditori, in cui la figura del *manager* non era ancora diffusa, la spinta al consolidamento era debole, a causa delle rilevanti opportunità di crescita organica offerte da un mercato interno in forte crescita, soprattutto con riferimento al settore terziario. I primi processi di questo tipo, limitati per numero e dimensione, hanno interessato il settore dell'editoria, in cui sono state poste le basi per la formazione dei big del settore (Rcs, Mondadori, Feltrinelli) tramite l'aggregazione di diverse realtà e l'integrazione con i media e quello del tessile/abbigliamento, la cui forte vocazione distrettuale (Piemonte, Lombardia, Veneto,

MERCATO M&A: LE PRINCIPALI OPERAZIONI COMPLETATE DA SOCIETÀ ITALIANE TRA IL 1988 E IL 2016

TOP 10 PER CONTROVALORE NEL PERIODO 1988-1998...

Target	Nazionalità target	Acquirente	Nazionalità acquirente	Quota	Valore in mld di €	Anno
◆ Eni	Italia	Investitori istituzionali e privati	Italia	62,6%	21,4	1995-1998
◆ Telecom Italia	Italia	Investitori istituzionali e privati	Italia	41,9%	12,6	1997
◆ Imi - Istituto Mobiliare Italiano	Italia	Istituto Bancario San Paolo di Torino	Italia	100,0%	8,8	1998
◆ Unicredit	Italia	Credito Italiano	Italia	87,4%	8,2	1998
◆ Caripto - C.R. Provincie Lombarde	Italia	Banco Ambrosiano Veneto	Italia	100,0%	4,4	1997
◆ Banca Nazionale del Lavoro	Italia	Investitori istituzionali e privati	Italia	80,8%	4,0	1998
◆ Amb - Aachener Muenchener Beteiligungs	Germania	Assicurazioni Generali	Italia	65,7%	3,7	1998
◆ Banca di Roma	Italia	Investitori istituzionali e privati	Italia	51,9%	2,0	1997
◆ Telekom Austria	Austria	Telecom Italia	Italia	25,0%	2,0	1998
◆ Gruppo Bancario Credito Romagnolo	Italia	Credito Italiano	Italia	78,4%	1,9	1995

... NEL PERIODO 1999-2007...

Target	Nazionalità target	Acquirente	Nazionalità acquirente	Quota	Valore in mld di €	Anno
◆ Enel	Italia	Investitori istituzionali e privati	Italia	67,9%	31,8	1999-2005
◆ Telecom Italia	Italia	Ing. C. Olivetti & Co	Italia	52,1%	31,5	1999
◆ SanPaolo IMI	Italia	Banca Intesa	Italia	100,0%	31,2	2006
◆ Telecom Italia (1)	Italia	Ing. C. Olivetti & Co	Italia	69,1%	27,2	2003
◆ Capitalia	Italia	Unicredit	Italia	100,0%	21,9	2007
◆ Tim - Telecom Italia Mobile	Italia	Telecom Italia	Italia	44,4%	19,9	2005
◆ Bayerische Hypo und Verensbank	Germania	UniCredito Italiano	Italia	93,9%	19,4	2005
◆ Seat Pagine Gialle	Italia	Tin.it Telecom Italia Net	Italia	58,5%	19,1	2000
◆ Banca Commerciale Italiana	Italia	Banca Intesa	Italia	70,0%	9,5	1999
◆ Ina	Italia	Assicurazioni Generali	Italia	81,0%	9,4	1999

(1) Perfezionamento dell'integrazione tra Olivetti e Telecom Italia

... E NEL PERIODO 2008-9 MESI 2016

Target	Nazionalità target	Acquirente	Nazionalità acquirente	Quota	Valore in mld di €	Anno
◆ Endesa	Spagna	Enel	Ita, Spa	92,1%	38,1	2007-2009(2)
◆ Banca Antonveneta	Italia	Banca Monte Paschi Siena	Italia	100,0%	9,0	2008
◆ Enersis	Cile	Enel Energy Europe (Gruppo Enel)	Italia	60,6%	8,3	2014
◆ Pirelli & C.	Italia	Marco Polo Indus. Hold. (ChemChina)	Cina	99,7%	7,3	2015
◆ PartnerRe Ltd.	Usa	Exor	Italia	90,1%	6,9	2016
◆ Sace	Italia	Cassa Depositi e Prestiti	Italia	100,0%	6,0	2012
◆ Bulgari	Italia	Lvmh Moet Hennessy Louis Vuitton	Francia	100,0%	4,3	2011
◆ Parmalat	Italia	Groupe Lactalis	Francia	83,3%	3,7	2011
◆ Snam	Italia	Cassa Depositi e Prestiti	Italia	30,0%	3,5	2012
◆ International Game Technology	Usa	Gtech	Italia	100,0%	3,4	2015

(2) Operazione partita nel 2007 attraverso Opa in partnership con Acciona Sa

Fonte: Kpmg Corporate Finance

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Emilia-Romagna e Toscana) ha favorito l'aggregazione di aziende a gestione per lo più familiare. Nonostante la qualità del prodotto italiano fosse già riconosciuta a livello internazionale, la dimensione locale dei mercati limitava l'interesse degli investitori esteri verso gli *asset* italiani. Le maggiori operazioni del periodo hanno riguardato principalmente le eccellenze del *food and beverage*, che sono entrate nel mirino delle multinazionali estere, allora in fase di primo sviluppo. Pochissime, in questo periodo, oltre 15 mila operazioni sono risultate le acquisizioni condot-

te da società italiane all'estero, soprattutto in funzione delle già citate opportunità offerte dal mercato interno e della scarsa propensione della classe imprenditoriale verso i mercati esteri.

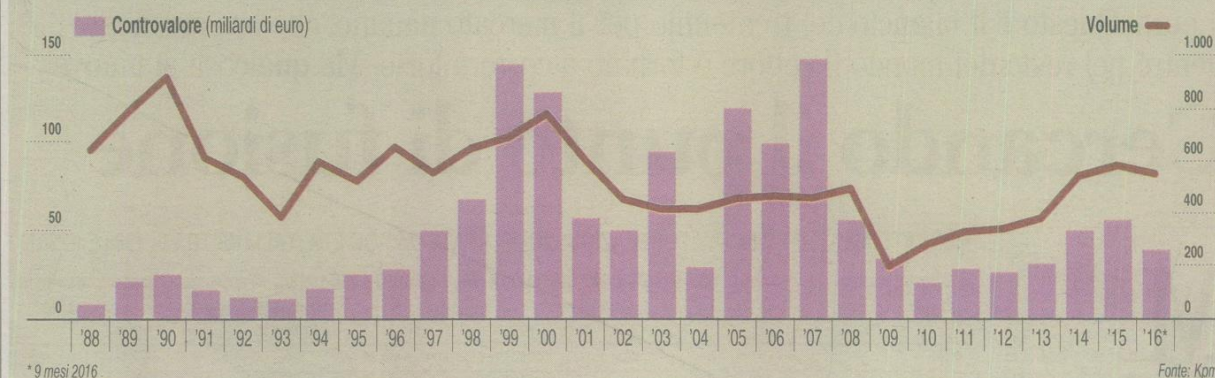
I maggiori volumi, anche alla luce del ruolo chiave che lo Stato aveva precedentemente rivestito nello sviluppo dell'economia nazionale, sono stati mossi dalle prime operazioni di privatizzazione, che hanno riguardato in una prima fase i principali istituti di credito nazionali (Credito Italiano, Imi, Banca Commerciale) e *player* dell'in-

dustria pesante (Cementir, Acciaierie di Piombino, Ilva) e in seguito società petrolifere (Nuovo Pignone, Eni, Saipem) e Tlc (Italtel, Telecom). Particolarmente degno di nota il processo che porta alla privatizzazione delle banche italiane a seguito della Legge Amato del 1992 che prevede la trasformazione delle banche in società per azioni con lo scorporo delle aziende bancarie dalle fondazioni. Nel periodo tra il 1993 e il 2000 i ricavi dalle dismissioni nel settore bancario valgono circa 15,8 miliardi. Nonostante la mancanza di una visione con-

divisa, tra chi propendeva per il modello dell'azionariato diffuso (Prodi) e chi puntava sul nocciolo duro degli azionisti (Cuccia), le privatizzazioni del settore bancario hanno comunque rappresentato un momento importante per la modernizzazione del Paese. Intanto tra la fine degli anni 80 e il decennio dei 90 inizia a svilupparsi anche in Italia l'industria del Private equity. E del 1986 la fondazione dell'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (Aifi), mentre risale al 1993 l'istituzione

(continua a pag. 46)

M&A, VOLUMI E VALORI REALIZZATI IN ITALIA NEL PERIODO 1988-2016*



* 9 mesi 2016

Fonte: Kpmg

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

(segue da pag. 45)

dei fondi chiusi d'investimento mobiliare di diritto italiano.

1999-2007: Dall'ingresso nell'Euro alle «multinazionali» tascabili

Il periodo è stato fortemente influenzato dall'ingresso dell'Italia nella moneta unica europea, che ha contribuito a spostare l'attenzione degli investitori esteri verso tematiche macroeconomiche di respiro più internazionale, equiparando l'Italia ai principali Paesi europei. A guidare il mercato M&A italiano anche in questi anni è stato prevalentemente il consolidamento del settore bancario, che ha sancito la nascita di gruppi bancari come Intesa Sanpaolo e Unicredit, in grado di competere con i principali player globali del settore. Sempre il settore bancario ha fatto registrare anche rilevanti operazioni *cross border*, tra cui gli investimenti da parte di gruppi esteri - principalmente francesi - in banche italiane. È questo il caso dell'acquisizione di Bnl da parte di Bnp Paribas e di Cariparma e Banca Antonveneta per mano rispettivamente di Crédit Agricole e Abn Amro (la successiva cessione a Mps ha poi restituito Banca Antonveneta a proprietà italiana).

Altrettanto importanti, da un punto di vista strategico, l'espansione di Unicredit e Banca Intesa nei mercati dell'est, tramite le acquisizioni di importanti realtà, tra le quali si può menzionare la prima acquisizione di una banca italiana nell'Est Europa, ovvero la polacca Bank Pekao da parte di Unicredit nel 1999. Sempre nell'ambito del processo di espansione internazionale di Unicredit va ricordata l'acquisizione della banca tedesca Hvb nel 2005, con un'offerta pubblica di scambio per oltre 20 miliardi di euro.

Importante anche il contributo del settore delle telecomunicazioni, all'interno del quale Telecom, Infostrada e Wind sono state coinvolte in diverse operazioni di grandi dimensioni. Tra queste, si ricorda l'acquisizione ostile di Telecom da parte di Olivetti nel 1999, che rappresenta tuttora un *case study* per

le modalità di esecuzione.

Uno dei fenomeni più interessanti del periodo è rappresentato anche dalla nascita della c.d. *New Economy*, legata allo sviluppo di internet, della telefonia mobile e del digitale. Protagonista di una vera e propria bolla, che ha gonfiato i mercati internazionali fino al 2001, la *New Economy* ha contribuito in maniera determinante all'affermazione dell'idea di economia globale, grazie al connubio tra finanza e tecnologia. È in questo contesto che anche società operanti nei settori *industrial* e *consumer* hanno iniziato ad ampliare i propri mercati di sbocco, dando vita, attraverso *stream* rilevanti di acquisizioni strategiche, alle c.d. multinazionali tascabili.

È questo il caso di eccellenze operanti in settori di nicchia, quali ad esempio Brembo, Interpump, Coesia, Ima e Guala Closures. Aziende che nel giro di pochi anni grazie anche alle acquisizioni all'estero hanno guadagnato posizioni di leadership internazionali nei loro mercati di riferimento.

Il trend delle privatizzazioni intanto è proseguito fino al 2005, con il completamento delle operazioni iniziate nel periodo precedente su Eni e Telecom e la privatizzazione di importanti società operanti nel settore *utility* come Acea, Enel e Snam Rete Gas e di società di servizi quali Autostrade ed Adr. In questo periodo l'Italia ha rappresentato un mercato di approdo importante per i grandi fondi Paneuropei di Private Equity per la presenza di aziende facilmente scalabili, che hanno garantito rendimenti al di sopra della media europea. Tra il 1998 e 2008 il numero di operatori iscritti all'Aifi è passato da 55 a 128 e il controvalore totale delle operazioni *private equity backed* è cresciuto di oltre il 700% (da 0,9 a 5,5 miliardi di euro).

2008 fino ad oggi

La crisi innescata dalla «grande recessione», seconda per portata solo a quella del 1929, ha avuto inizio nel 2007 negli Stati Uniti con lo scoppio della bolla immobiliare. I riflessi della crisi sono arrivati in Europa nella seconda metà del 2008, in

concomitanza con il fallimento di Lehman Brothers. Difficoltà di accesso al credito, calo dei consumi, crollo delle borse e un generale pessimismo sui mercati finanziari e reali hanno rallentato per un lungo periodo l'economia e, conseguentemente, le operazioni di fusione e acquisizione.

Si è registrato un ritardo nei processi di consolidamento tra aziende italiane. Le operazioni concluse sono state prevalentemente di piccola taglia, scarsamente significative sotto il profilo industriale. Ha prevalso nel periodo, ancora una volta, un atteggiamento attendista da parte di molte aziende, che invece avrebbero l'opportunità di guidare processi di concentrazione in alcune filiere strategiche del Made in Italy.

In un contesto macroeconomico così complesso, è rimasto forte l'appeal delle società italiane per gli investitori esteri, grazie alla forza dei nostri marchi ed al valore industriale delle nostre aziende, soprattutto nei settori portanti della nostra economia: alimentare, moda, meccanica. Il 2015 è stato l'anno record delle acquisizioni estere su Italia con ben 32 miliardi di euro di controvalore per oltre 200 transazioni. Negli ultimi anni sono passati in mano straniera alcuni nomi storici del made in Italy come Parmalat ai francesi di Lactalis, Pirelli venduta ai cinesi di ChemChina per 7,2 miliardi di euro, Bulgari e Loro Piana entrate a far parte del gruppo francese Lvmh, Rottapharm passata agli svedesi di Meda per 2,2 miliardi di euro, Italcementi acquisita dai tedeschi di Heidelberg per 3,7 miliardi di euro.

A dimostrazione dei nuovi equilibri geopolitici globali occorre segnalare che la Cina, nel 2015, è divenuta il primo investitore estero in Italia per controvalore delle operazioni pari a 18,8 miliardi di euro facendo registrare uno storico sorpasso sugli Stati Uniti, storicamente primo investitore sugli *asset* italiani. Gli Usa rimangono comunque il primo Paese per numero di operazioni realizzate in Italia: nel 2016 sono state 156 per ben 18,7 miliardi di euro.

I processi di internazionaliz-

zazione delle imprese italiane tramite M&A vanno ancora piuttosto a rilento a causa principalmente del *credit crunch* e delle rilevanti difficoltà che le stesse si sono trovate a fronteggiare sul mercato interno, con un conseguente forte dispendio di risorse finanziarie ed umane. Poche sono state le eccezioni, rappresentate principalmente da operazioni condotte dai c.d. *serial acquirer* - Eni, Enel, Campari, Recordati, Reply, Luxottica, Crif, Prysman, Generali, Amplifon, Autogrill e Brembo - oltre che dal consolidamento della presenza negli Stati Uniti da parte del gruppo Fiat, con l'acquisizione di Chrysler, e del colosso del gaming G'Tech (gruppo DeAgostini), che ha rilevato la International Game Technology. Va osservato tuttavia una interessante ripresa delle operazioni Italia su Estero nel corso del 2016 con operazioni industriali molto rilevanti come l'acquisizione di Partner Re da parte di Exor per 6,9 miliardi di euro; l'acquisizione della statunitense The Medicines Cardio da parte di Chiesi Farmaceutici per 792 milioni di euro; il passaggio della francese Carte Noir alla Lavazza per 700 milioni di euro.

Dopo una fase di rallentamento, nell'ultimo periodo si segnalano le quotazioni di Poste Italiane ed Enav, operazioni che potrebbero preannunciare un nuovo ciclo di privatizzazioni, reso necessario dagli stringenti parametri di debito pubblico imposti dall'Unione Europea.

Private equity: dalla crisi al risveglio

Il comparto del *private equity* è risultato uno dei più colpiti dalla crisi, con il raggiungimento di un picco negativo nel 2009 sia per quanto riguarda gli investimenti che la raccolta. In particolare, sia i principali operatori del mercato che, in maniera più accentuata, i fondi di dimensioni minore, hanno visto precipitare il valore delle partecipazioni in portafoglio e, conseguentemente, i propri rendimenti.

Negli ultimi anni, tuttavia, la politica monetaria espansiva, perseguita dalle banche centrali tramite l'iniezione di ingente liquidità sul mercato e i tassi

prossimi allo «0», hanno reso lo strumento del *private equity* nuovamente competitivo, seppur a livelli di *Irr* inferiori rispetto al passato. Inoltre, i primi segnali di ripresa economica e la nascita di fondi caratterizzati da una forte contribuzione da parte dello Stato (F2i, Fsi e Fondo Italiano di Investimento), hanno contribuito a rilanciare il mercato.

Prospettive future

La crescita registrata negli ultimi anni dal mercato M&A italiano, segnala sicuramente positivo, non deve distogliere l'attenzione dal quadro d'insieme: il mercato mondiale recupera terreno a grande velocità e nel 2015 ha fatto registrare il record per numero di operazioni e si è attestato a un controvalore complessivo pari al 20% in meno rispetto ai livelli pre-crisi. Il mercato italiano, ad oggi, gira su controvalori pari a circa un terzo rispetto a quelli registrati nel 2007.

Grandi assenti degli ultimi anni sono state le banche. Tuttavia, nel prossimo futuro, anche in funzione delle recenti riforme delle popolari è prevista una nuova fase di aggregazioni che potrebbe dare nuovo slancio al mercato. Ci si attende inoltre che gli stessi istituti aggiungano dinamicità al mercato tramite la dismissione di *asset non-core*, al fine di migliorare i propri indici di liquidità e solidità patrimoniale.

Una recente ricerca condotta da Kpmg in collaborazione con Sda Bocconi ha evidenziato come, su un totale di circa 1.400 aziende italiane con fatturato superiore ai 50 milioni di euro, circa 400 imprese non ricorrono all'M&A come strumento di ulteriore crescita nonostante esprimano buoni livelli di marginalità. Visto il passaggio in mano estera di molte aziende storiche del capitalismo italiano, è su queste 400 aziende che dovremmo far leva se vogliamo far tornare il Paese su un percorso di crescita. In questa prospettiva, è importante diffondere la consapevolezza tra gli imprenditori italiani, che l'M&A crea valore e che se ben utilizzato rappresenta un acceleratore veramente «strategico» per la crescita delle nostre imprese.

* partner di Kpmg