

Il 2012 non sarà l'anno della svolta, ma tra i legali cresce la fiducia per una piccola ripresa

Spiragli di ripresa per l'm&a soprattutto nel settore energy

Pagine a cura di **DUILIO LUI**

Non ci sono in vista fuochi d'artificio, ma dai prossimi mesi sono comunque attesi segnali di risveglio sul fronte delle fusioni e acquisizioni, dopo che il 2011 ha visto più che dimezzarsi il valore delle operazioni rispetto allo scorso anno. L'attenzione si concentra soprattutto sui settori finiti del mirino



Andrea Accornero

delle liberalizzazioni e sugli investitori esteri, che potrebbero portare nel nostro paese quella liquidità che al momento latita tra gli italiani.

Si spera nella ripresa del credito

Per **Andrea Accornero**, socio del dipartimento corporate di **Simmons & Simmons**, ci sono diversi motivi per guardare con sufficiente ottimismo ai prossimi mesi: «In primo luogo dovremmo assistere a un calo dei tassi e a un'apertura del credito da parte delle banche,



Gianfranco Negri Clementi

dopo la chiusura del secondo semestre 2011», commenta. «Per altro, l'avanzare della crisi economica costringerà molti proprietari, interessati per motivi diversi a monetizzare, a ridurre le richieste economiche. Valutazioni fatte su business plan in crescita vertiginosa non sono più attuali: non si vende più sull'ebbita del 2013 o del 2014, ma su quella del 2011 e del primo trimestre 2012».

«La crisi ha comportato la necessità per gli operatori di rivedere le basi stesse delle loro precedenti scelte gestionali attraverso innovazioni di prodotti

Supplemento a cura di **ROBERTO MILIACCA**
rmiliacca@class.it



Stefano Crosio

e di processi, accorciamenti delle catene distributive, esplorazione di mercati meno maturi e più effervescenti», argomenta **Gianfranco Negri-Clementi** di **Negri-Clementi Studio Legale Associato**. «L'infittirsi del ricorso a queste azioni reputate anticrisi genera un pari infittirsi delle operazioni di m&a».

Fuori dal coro **Stefano Crosio**, partner di **Jones Day**, secondo il quale non ci sono le condizioni per una ripresa del mercato. «Persistono diversi fattori, a cominciare dalla recessione», spiega. A questo si aggiungono «i timori sulla tenuta dell'eurozona, nonché gli effetti della crisi europea e dei più stringenti requisiti patrimoniali imposti alle banche sull'offerta di credito e dunque anche sulla disponibilità di capitale di debito per finanziare operazioni di m&a».

Nuove occasioni in vista dalle ristrutturazioni

Per **Michael Kuehne**, head del dipartimento Corporate m&a di **Dla Piper** in Italia, «date le caratteristiche dell'economia italiana, largamente composta dall'industria manifatturiera con molte pmi, possiamo attenderci processi di concentrazione in quasi tutti i settori della 'old industry', spesso in associazione a situazioni di restructuring o di cambio generazionale». Per Kuehne, «non ci saranno molte operazioni di grande taglia, ma prevalentemente mid market e di carattere opportunistico. Inoltre resta molto caldo il settore delle rinnovabili, che entrerà in una secondary market phase, con la



Michael Kuehne

cessione di parchi già costruiti e allacciati».

Sulle potenzialità delle energie rinnovabili punta anche **Guido Testa**, socio di **Orrick**: «Si tratta di un settore che nel 2011 ha intrapreso un processo di razionalizzazione e consolidamento». Più in generale non dovrebbero mancare operazioni «nel settore manifatturiero per quelle aziende che devono ristrutturarsi fare un salto dimensionale per rimanere competitive e soprattutto per poter penetrare i mercati esteri.

Gli investitori stranieri in pole position, soprattutto dai



Bruno Gattai

Secondo **Guido Testa**, di **Orrick**, «i compratori saranno prevalentemente di matrice industriale, mentre ci sarà poco spazio per le operazioni finanziarie».

Quanto agli investitori, il legale punta l'attenzione sugli stranieri, specie quelli provenienti dai mercati emergenti che guardano con interesse soprattutto «a energia, alimentare, farmaceutico, industria manifatturiera e tecnologica».

Per **Bruno Gattai**, managing partner di **Dewey & Le Boeuf**, «se gli investitori stranieri non perderanno la fiducia, potrebbero essere interessati a diversi asset importanti che hanno bisogno di nuova linfa



Guido Testa

Anche per **Guido Petraroli** di **Fantozzi Associati**, «i settori maggiormente interessati da processi di acquisizione sono quelli industriali; a dispetto di quanto accadeva nel passato, quando l'interesse del mondo asiatico era più rivolto verso la pura acquisizione di brand, oggi c'è una particolare attenzione anche alla acquisizione di fattori produttivi e di mercato».

Secondo **Riccardo Bovino**, partner de **La Scala**, l'm&a sconta la scarsità di risorse da investire e la difficoltà di

accesso al mercato, «tuttavia potrebbe trarre beneficio dal diffondersi di operazioni sorte o sviluppatesi in stretta correlazione con la crisi delle imprese (oramai all'ordine del giorno); operazioni legate alla crisi dei grandi gruppi (che, per porvi rimedio, si rendono disponibili a cessioni di partecipazioni e asset a tempo strategici), sia a seguito di insolvenze e default conclamate». In questo senso, il settore potrebbe essere interessato da una crescita proporzionale alla frequenza di situazioni pre-fallimentari e fallimentari,



Francesco Calmetta

in termini di investimenti e di guida industriale». In particolare, tra i settori che potrebbero registrare il maggior interesse **Gattai** cita su tutti «energy, perché ci sono ottime aziende anche grandi che devono necessariamente fare un salto dimensionale e percorrere la stessa strada di E.On in Germania, per fare un esempio». Resta molto difficile il mercato dei deal di media taglia, «che potrà sbloccarsi solo se riprenderà vigore il mercato del credito».

Secondo **Antonio Azzara** (**Paul Hastings**, studio che ha curato la cessione della quota di Exor in Alpitour a un gruppo di investitori), «il 2012 seguirà un trend analogo



Riccardo Bianchini

«da cui gli imprenditori o investitori più avveduti traggono spunto per cogliere opportunità di mercato, a costi e con garanzie in passato improbabili». In quest'ottica vanno inquadrati anche le riflessioni di Crosio, secondo il quale le necessità di rafforzamento patrimoniale per le banche potrebbero indurle «a cedere attività o beni non strategici, per cui sembra preventivabile un certo numero di operazioni di m&a nel settore dei servizi finanziari».

Una spinta dalle liberalizzazioni

Secondo Riccardo Bianchini, partner di Eversheds Bianchini, «la ventilata realizzazione di processi di liberalizzazione potrebbe avere ricadute nei settori dei servizi locali». Mentre appare difficile, per il breve termine, un flusso d'investimenti nei confronti dei settori protetti, come il bancario o l'assicurativo, «tutto il resto del made in Italy può essere all'attenzione del mercato internazionale», aggiunge l'avvocato, che vede qualche possibilità di



Guido Petrali

m&a per le aziende italiane da parte dei gruppi multinazionali «che cercano o diversificazioni o integrazioni dei loro portafogli, o gruppi industriali di paesi emergenti a caccia di tecnologie esportabili».

Andrea Accornero, di Simmons&Simmons, stima una crescita delle aggregazioni nei settori che verranno liberalizzati, come energia, gas e trasporti, «ma anche quelli in cui l'Italia eccelle, design, moda e industria non saranno immuni dal processo».

«I settori strategici sono l'industria, l'energia, le infrastrutture e il farmaceutico», secondo Pietro Cavasola, partner di Cms Adonino Ascoli & Cavasola Scamoni, che vede target di riferimento «sia in grandi società quotate oggi penalizzate dall'andamento delle borse, sia in società familiari o medie in difficoltà per il calo della domanda interna, il difficile accesso al credito e la concorrenza internazionale».

Per Gianluigi Serafini, di LS Lexus Sinacta di Bologna, «si registra un certo interesse nel settore delle pmi con fat-



Riccardo Bovino

turati inferiori ai 50 milioni di euro. Prevalentemente si tratta di processi di acquisizione di natura industriale, anche se si vede una timida ripresa degli investimenti da parte di fondi istituzionali i quali fanno però ancora molta fatica a individuare società target a un prezzo rapportato all'attuale situazione di mercato. La preferenza va verso aziende con alta capacità di innovazione e se possibile che detengano marchi o brevetti giudicati interessanti».

Attese operazioni più complesse

Per Accornero «i deal saranno più complessi del passato. Si utilizzerà meno la leva finanziaria e quindi concetti come l'earn out diverranno la prassi: il prezzo di partenza sarà più basso, ma se le cose andranno bene verrà pagata un'integrazione».

Secondo Negri-Clementi «essendo più visibile e più sofferta la crisi nelle aziende maggiori, proprio queste ultime maggiormente saranno interessate



Pietro Cavasola

a processi di fusione o acquisizione: quanta maggiore sarà la loro dimensione, tanto più facilmente vedremo a capo del «filo acquirenti» una cordata di diversi soggetti, che utilizzeranno strumenti societari tali da consentire una severa disciplina dei comportamenti singoli e la direzione unitaria della vicenda, senza bisogno di una rivelazione delle singole identità e con facilità di circolazione delle rispettive quote».

Dello stesso avviso è Francesco Saltarelli di Sts Deloitte: «Le fusioni e acquisizioni saranno sempre più complesse con negoziazioni più articolate e lunghe, visto il gap sempre maggiore tra le aspettative del venditore di monetizzare il proprio investimento e le possibilità del compratore di soddisfare l'offerta».

Questo potrebbe portare a un corrispettivo «sempre più composto da una significativa parte variabile, legata ai risultati futuri della target, con la necessità di articolate negoziazioni nei contratti di compravendita sulle clausole



Gianluigi Serafini



Francesco Saltarelli

di earn-out». Quanto ai settori che maggiormente potrebbero essere interessati da un processo di fusioni e acquisizioni, Saltarelli prevede «un certo dinamismo nel comparto dei beni di consumo per realtà italiane con una significativa presenza internazionale, nei settori farmaceutico, bancario e assicurativo. Realtà con una forte presenza internazionale possono presentare un certo interesse in quanto diversificano i rischi di business su vari paesi».

—© Riproduzione riservata—

mercati emergenti di Cina ed Est

all'anno scorso, con poche ma importanti operazioni, soprattutto da parte di soggetti stranieri Europei e cinesi. Per quanto riguarda gli acquirenti italiani, soprattutto per operazioni più significative, è difficile pensare ad acquisizioni da parte di un singolo gruppo o investitore mentre sono più probabili acquisizioni da parte di più soggetti in pool come nel caso di Alpitour».

Francesco Calmetta, managing partner di Calmetta Avvocati Attorneys, vede una risposta alla crisi nella ricerca di efficienze di scala: «Storicamente in Italia questi processi hanno avuto bisogno di essere guidati da un attore forte che può essere la grande impresa che consolida il suo mercato o un fondo private di grandi dimensioni». Tuttavia, se per la prima vede spazi di crescita «per consolidare il proprio mercato con piccole aziende presenti nel territorio», in questa fase persistono le difficoltà per i fondi, «date le difficoltà di finanziamento delle operazioni a leva e le scarse attese di crescita». Mentre qualche spazio sembra esserci per un operatore che si pone a metà strada tra il modo di operare di private equity e quello di un operatore istituzionale come il Fondo Italiano di Investimento, «che ha già dimostrato di saper porre in essere operazioni di m&a, contribuendo allo sviluppo del paese».



Antonio Azzara

«Per quanto concerne le operazioni di maggiore dimensione», stima Riccardo Bovino (La Scala), «dovrebbero comunque esservi soprattutto acquirenti europei di medio-grandi dimensioni perché sono gli unici ad aver una certa dimestichezza con il modello italiano, e con le criticità che lo caratterizzano, utile per gestire eventuali problemi con la diplomazia politica».

—© Riproduzione riservata—

RAPPORTO ERNST&YOUNG SULL'M&A

Ma l'Italia continua a soffrire

La rinascita dell'm&a in Italia passa necessariamente per la capacità di attirare investitori stranieri, soprattutto dei paesi emergenti. Era questa la conclusione alla quale si arrivava analizzando l'M&A Tracker pubblicato a gennaio da Ernst & Young e dal M&A Research Centre presso la Cass Business School.

Nell'aggiornamento di aprile la situazione non cambia granché, considerato che nei primi tre mesi del 2012 l'Italia presenta due dati in controtendenza: l'aumento del 92% nel valore totale dei deal rispetto all'ultimo trimestre del 2011 (quando toccò il minimo storico) e del 96% nel numero di operazioni finanziate interamente da liquidità.

Il primo elemento «è certamente un segnale importante, principalmente attribuibile ad alcune grandi operazioni, quale quella sul Gruppo Ferretti», commenta Andrea Guerzoni, transaction support global leader di Ernst & Young.

A livello globale, il periodo gennaio-marzo ha visto un livello di attività di m&m a livello mondiale in calo del 24% rispetto agli ultimi tre mesi del 2011 e del 26% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno: complessivamente, il valore delle operazioni è sceso del 13% trimestre su

trimestre. Il calo relativamente più basso del valore totale rispetto a quello dei volumi in questi primi tre mesi dell'anno riflette l'aumento del valore medio delle transazioni se confrontato con il quarto trimestre 2011. Questo valore è cresciuto infatti fino a raggiungere 296 milioni di dollari, dai 260 del precedente periodo di analisi (con un aumento del 14%). Un altro trend significativo riguarda il livello delle

operazioni finanziate al 100% tramite liquidità. Questo dato è sceso al 55% nel primo trimestre del 2012, un livello simile allo stesso periodo del 2011 e del 2010.

«Per le imprese più solide, il costo storicamente basso del debito e il miglioramento dei mercati di capitale hanno indirizzato verso una strategia di finanziamento basata maggiormente su fonti esterne piuttosto che sull'utilizzo di cassa», aggiunge Guerzoni. «Questo riflette una crescente fiducia circa l'accesso al credito per le transazioni. In Italia non sembra essere ancora così però perché la percentuale di operazioni finanziate in maniera "all-cash" e senza dunque ricorrere alla leva, è decisamente più elevata: ben il 96% sul totale dei deal del primo trimestre 2012, sintomo quindi del perdurante credit crunch».

—© Riproduzione riservata—

