

BUSINESS

LE STRATEGIE... IN ITALIA E ALL'ESTERO

INTERVISTA ESCLUSIVA

Brunello Cucinelli:

Battere la crisi
con il lusso made in Italy



FINANZA

Dove trovare
i fondi per l'export

ENERGIA

La strategia
'verde' di Ferrero

REAL ESTATE

Centri commerciali,
adesso si riparte

È ora di comprare

FUSIONI & ACQUISIZIONI: LE OCCASIONI PER L'INDUSTRIA CHE VUOLE CRESCERE

M&A, acquisti chi può

Scenario Un inizio decisamente sottotono, nei primi tre mesi del 2009, sul fronte dei deal tra le aziende. Ma la ripresa sembra essere finalmente in arrivo. Dagli Stati Uniti

È il momento dell'asso 'pigliatutto'. In altre parole: chi oggi riesce a mettere a segno fusioni o acquisizioni 'rischia' di fare un buon affare, in un contesto in cui il numero e il valore delle operazioni si è ridotto notevolmente. Sul fronte delle M&A il primo trimestre del 2009 è stato in Italia il peggiore degli ultimi dieci anni. I deal portati a termine sono solo 46, contro i 77 dello stesso periodo del 2008. Il dato è reso ancor più significativo se si considera il loro controvalore, pari a 2,6 miliardi di euro, pochissimo, rispetto ai 21 dello scorso anno e addirittura ai 40 del 2007.

«Per valutare queste cifre adeguatamente – sottolinea Max Fiani, responsabile di Kpmg corporate finance – bisogna però chiarire che il mercato italiano delle fusioni e acquisizioni è piuttosto piccolo e che basta un'operazione di dimensioni consistenti a modificare radicalmente i dati». Lo dimostra un'analisi più dettagliata del valore dalle prime dieci M&A messe a segno nel bimestre gennaio-febbraio, tutte al di sotto degli 0,3 miliardi di euro, tranne quella di Terna sulla rete elettrica di Enel, che con i suoi 1,15 miliardi cambia radicalmente la quota complessiva. Il motivo di questa fase di relativo immobilismo è certamente da ricercare nell'instabilità dei mercati, ma anche e soprattutto nella riduzione della possibilità di attingere alla leva del credito.

«Le grandi operazioni internazionali – prosegue Fiani – erano finanziate quasi interamente dalle banche. Non c'è quindi da stupirsi che abbiano registrato un forte rallentamento. Oggi però sembrano profilarsi interessanti segnali di ripresa, soprattutto negli Usa, dove ad aprile sono state siglate nel giro di pochi giorni ben tre intese di grosse dimensioni, che hanno avuto come protagoniste so-



Sergio Marchionne, amministratore delegato di Fiat, intende assicurare all'azienda un posto tra i cinque-sei gruppi che si spartiranno il mercato mondiale dell'auto

cietà del calibro di Oracle, il gigante del software che ha acquisito Sun per 7,4 miliardi di dollari (5,3 miliardi di euro circa), Pepsi, che ha sborsato 6 miliardi (4,3 miliardi in valuta europea) per rilevare alcune aziende del bottling, e GlaxoSmithKline, che ha acquisito Stiefel Laboratories per 3,6 miliardi di dollari (2,5 miliardi

in euro). Il controvalore complessivo di questi deal è stato pari a 15 miliardi di dollari (10,7 miliardi di euro).

Riguardano sempre gli Usa (questa volta come target) anche due altre grandi operazioni di aziende italiane. La prima, quella di Fiat su Chrysler, è già stata portata a termine e ha rappre-

Le prime dieci operazioni italiane (gennaio-febbraio 2009)

Target	Naz. Target	Bidder	Naz. Bidder	Quota	Valore (mld di euro)	Cross Border
Enel Spa (rete elettrica)	Italia	Terna Spa	Italia	n.d.	1,15	
Meliorbanca Spa	Italia	Banca Popolare dell'Emilia Romagna Sc	Italia	69,9%	0,28	
Teesside steel plant	Regno Unito	Marcegaglia Spa	Italia	100,0%	0,26	x
Cofito Spa	Italia	Veneto Banca Holding Scpa	Italia	40,0%	0,17	
Anima Sgr	Italia	Banca Popolare di Milano Scarl.	Italia	100,0%	0,10	
Marinella Spa	Italia	Progetto Sviluppo Marinella Spa	Italia	75,0%	0,06	
Tiscali International Network (Gruppo Tiscali)	Italia	BS Investimenti Sgr Spa	Italia	100,0%	0,05	
IntesaTrade SIM Spa (Gruppo Intesa Sanpaolo)	Italia	Banca Popolare di Milano Scarl	Italia	100,0%	0,05	
Livingston Spa	Italia	4 Fly Spa	Italia	100,0%	0,04	
Delta Spa	Italia	Management Gruppo Delta, Cassa di Risparmio della Repubblica di San Marino	Italia	13,3%	0,04	
Controvalore prime dieci operazioni					2,2	
Controvalore totale delle operazioni M&A 2009					2,4	
% prime dieci operazioni su totale					90%	

Fonte: KPMG Corporate Finance

sentato una svolta epocale. La seconda, quella di Campari su Wild Turkey (vedi a pag. 38), è meno nota, ma si tratta della più grande acquisizione mai realizzata dalla società, la quarta di una serie tutta statunitense.

È ora di irrobustirsi

Le due iniziative nostrane non bastano a dimostrare che stiamo uscendo dal periodo di crisi. «In questo momento – spiega Fiani –, i deal volti a rafforzare la posizione delle aziende italiane sul mercato internazionale sono perfettamente in linea con l'esigenza, dettata proprio dalla difficile congiuntura economica, di posizionarsi come player mondiali e sopravvivere così alla dura selezione in atto. Del resto, quello della dimensione rimane uno dei temi cruciali per la competitività, come più volte rimarcato anche negli ultimi mesi dalla presidente di Confindustria Emma Marcegaglia, che ha invitato gli imprenditori a dar vita a processi di aggregazione. Nel settore auto, per esempio, si prevede che saranno solamente cinque o sei i gruppi internazionali che sopravviveranno alla grande crisi e Marchionne, in questo momento, intende assicurarsi un posto tra quei pochi che si spartiranno il mercato. Tornando alle valutazioni

di carattere più generale: i costi di acquisizione sono ora particolarmente convenienti. I player con capacità di generare flussi di cassa hanno infatti l'opportunità di portare a termine operazioni di taglio industriale approfittando dei processi di ristrutturazione di aziende in difficoltà.

La vendita di asset non core o distressed sarà uno dei temi principali del mercato di quest'anno. In questa fase, le aziende che fanno dismissioni per recuperare cassa hanno scarso potere negoziale. Chi ha disponibilità finanziarie o accesso al credito ha la possibilità di chiudere affari interessanti». La questione della disponibilità non è un dettaglio, visto che le banche

sono ormai diventate molto più selettive nell'erogazione del credito e il ricorso alla leva è più limitato rispetto a un anno fa.

I settori che possono ancora permettersi di operare con una certa libertà sono quelli che subiscono meno l'impatto della stretta creditizia, come le aziende energetiche – che generano flussi di cassa anche nei periodi recessivi – e il comparto dei servizi finanziari. Un altro mercato che sembra non aver subito importanti contraccolpi è poi quello dell'industria farmaceutica. Tra le più interessanti e recenti operazioni in quest'ambito spicca non a caso quella del colosso svizzero Roche, che alla fine dello

MEDIOBANCA

Investment bank indenne dalla crisi

Anche tra gli istituti di credito, la crisi di alcuni può fare la fortuna di altri. È il caso di Mediobanca che, con la sua attività di banca d'affari, ha prodotto nel primo trimestre del 2009 ricavi per 295 milioni di euro, come non se ne vedevano dalla fine del 2007 (quando erano stati di 182 milioni di euro, in un contesto peraltro imparagonabilmente più vivace). Questi risultati sono stati senza dubbio favoriti anche dai vuoti lasciati dai competitor statunitensi, travolti dal ciclone subprime. Negli ultimi sei sette mesi, piazzetta Cuccia figura in tutte le operazioni più importanti, dalle fusioni Generali-Alleanza e Italcementi-Ciment a quella fra Enel ed Endesa, dalle operazioni Alitalia-Air France ed Eni-Distrigaz fino alla ristrutturazione del debito Ferretti.

La top ten delle operazioni mondiali completate nel 2008

Target	Naz. Target	Bidder	Naz. Bidder	Quota	Valore (mld di \$)	Data
Suez SA	Francia	Gas de France SA	Francia	100,0%	60,9	22-07-08
Anheuser-Busch Cos Inc	Usa	InBev NV Belgio	Belgio	100,0%	52,2	18-11-08
Harrah's Entertainment Inc	Usa	Investitori (Apollo Management LP, Texas Pacific Group Inc, ecc)	Usa	100,0%	27,9	28-01-08
Royal Bank of Scotland Group PLC	Uk	HM Treasury (Governo UK)	Inghilterra	57,9%	26,0	28-11-08
Clear Channel Communications Inc	Usa	BT Triple Crown Co Inc (Bain Capital Partners, Thomas H Lee Partners)	Usa	100,0%	25,9	30-07-08
Fortis Bank Nederland (Holding) NV	Olanda	Governo olandese	Olanda	100,0%	23,1	03-10-08
William Wrigley Jr Co	Uk	Mars Inc	Usa	100,0%	22,4	06-10-08
St George Bank Ltd	Australia	Westpac Banking Corp	Australia	100,0%	17,9	17-11-08
Altadis SA	Spagna	Imperial Tobacco Overseas Holdings Ltd	Inghilterra	100,0%	17,9	21-02-08
Reuters Group PLC	Inghilterra	Thomson Corp	Usa	100,0%	17,6	17-04-08

Fonte: KPMG Corporate Finance

scorso marzo ha acquisito al 100% l'americana Genentech senza utilizzare la leva bancaria, ma ricorrendo ad

umenti di capitale. «Probabilmente – spiega Fiani – le M&A potrebbero essere in questo frangente particolar-

mente utili, ma non bisogna dimenticare che le aziende sono gestite da uomini, che, indipendentemente dalla

Fondi, torna l'understatement

Investimenti Senza la provvista bancaria degli anni scorsi, l'attività dei private equity si divide tra la gestione del presente e lo sguardo a operazioni di dimensioni ridotte

A guardarla dall'angolazione dei fondi di private equity, si potrebbe affermare, con piglio napoletanissimo: 'cornuti e mazziati'. Non bastava la maggiore crisi finanziaria degli ultimi decenni, passata sulle economie mondiali come uno tsunami, a deprimere le attese del settore è arrivato il testo europeo di regolamentazione dei fondi alternativi, dove il private equity è stato accomunato agli hedge fund e, differenze a parte, entrambi saranno sottoposti a una vigilanza su rischi e operato finora sconosciuta, se il Consiglio europeo lo approverà con quella formulazione. Le due categorie sono diverse, e gli hedge fund hanno una rapidità e una violenza d'azione sui mercati che impressionano, ma il private equity ha le sue colpe negli eccessi finanziari che stiamo pagando. Casi noti come i default di Ferretti e la sofferenza

di Seat-Pagine Gialle o Saeco testimoniano che qualche problema nel modo di operare c'è, e una regolamentazione è auspicabile.

Sia quel che sia, lo scorso 5 maggio, durante la presentazione del Rapporto 2008 redatto dal Private equity monitor, si notavano molti musi lunghi. D'altronde la delusione era nei numeri: nei primi quattro mesi dell'anno le operazioni chiuse sono state 17, contro le 45 dello stesso periodo del 2008. «Non ci discostiamo dai valori europei – puntualizza Roberto Del Giudice, direttore del Pem –, dove le operazioni sono scese del 39% nel primo trimestre, e addirittura il controvalore totale dell'85%, dai 27 miliardi di euro del 2008 ai 4 miliardi di quest'anno». La gioiosa macchina da guerra si è inceppata? Nessuno vuole parlare di stallo, ma di un periodo di riflessione.

A denti stretti, però, qualcuno ritiene che anche un mea culpa vada fatto. La situazione che ha portato a questo scenario la sintetizza bene Giuliana Porta, banchiere d'affari di lunga esperienza: «La corsa alle operazioni di private equity, condotte talvolta a colpi di rilanci per la concorrenza tra i vari fondi, ha portato i multipli (per esempio l'Enterprise value/ebitda, tra i più usati come riferimento nelle transazioni, ndr) su livelli esagerati. E certe leve di debito usate per i leveraged buy out – 8/10 volte l'ebitda – erano sicuramente troppo elevate. Difficilmente un piano industriale, per quanto ben fatto, avrebbe potuto garantire il rientro del debito nei tempi giusti per alcune operazioni, ma la grande liquidità di questi anni, unita all'euforia di una crescita mai vista, erano un propellente eccezionale per il mercato. In un sistema così

disponibilità economica, sono condizionati da motivazioni psicologiche: è difficile pensare alla finanza straordinaria quando si è focalizzati sul day by day. In Italia potremmo sperare in un rallentamento della decrescita non prima del prossimo autunno».

Protagonista l'azienda, non la finanza

Secondo le stime di Kpmg, il 2009 sarà quindi ricordato come l'annus horribilis per le M&A italiane, per un controvalore che dovrebbe attestarsi intorno ai 35-40 miliardi di euro.

«È naturale – prosegue Fiani – che gli Stati Uniti siano in questo frangente i primi a doversi riprendere: in primo luogo perché la crisi è iniziata proprio lì e l'amministrazione è dovuta intervenire in maniera pesante nella ristrutturazione del sistema, la cui stessa esistenza era in gioco. Compli-

Andamento mercato M&A

Italia	1Q 2007	1Q 2008	1Q 2009
Controvalore mld	40	21	2,6
Volume	92	77	46

Fonte: KPMG Corporate Finance

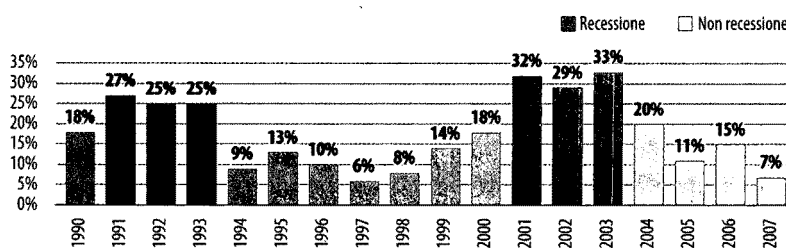
ce di questo rapido e robusto ricorso alla 'cura' è stato il momento politico, con l'arrivo del nuovo Presidente. Per uscire al meglio dallo stato di crisi, comunque, quel che più conta è comprenderne le ragioni profonde e modificare radicalmente l'approccio alle questioni di carattere finanziario, utilizzando la lezione del credit crunch. È finita l'epoca delle operazioni aggressive, nelle quali vengono forzati molto i meccanismi dell'asta competitiva. D'altro canto, però, una crescita di tipo organico spesso non è sufficiente,

perché richiede tempi troppo lunghi. La soluzione è quindi puntare su scelte diverse, in cui c'è meno financing e vengono fatte previsioni prudenti dei flussi di cassa. Senza voler dare addosso ai private equity, che hanno fatto il loro mestiere contribuendo a creare valore, quello che deve mutare è proprio il modo di finanziare le operazioni e le banche sono chiamate a fare la loro parte per questo cambiamento, basato sulla realizzazione di business plan ragionevoli. Le M&A, insomma, dovranno tornare al loro significato originario ed essenziale, nel quale le aziende sono le vere protagoniste. Noi stiamo lavorando in questa direzione già da qualche tempo ed è proprio a tale scopo che cinque anni fa abbiamo istituito l'M&A Award, per far parlare le imprese di questo fenomeno, troppo spesso lasciato agli addetti ai lavori».

di Chiara Cammarano

i covenant bancari legati al debito diventavano 'light' e non stringenti come avrebbero dovuto, e il debito scaduto veniva rifinanziato senza problemi. Anche perché, intorno a questi servizi accessori, giravano corpose fee che la banca incassava, oltre agli interessi». E ora? Che cosa c'è sotto le macerie di un settore in 'riflessione', dal quale per inciso alcuni big player – Bc Partners o Cvc – si starebbero ritirando, e per molte società in mano ai fondi sono partite, faticose ristrutturazioni del debito (casi come Saeco, La Rinascente, Grandi Navi Veloci, Limoni)? «Nonostante le apparenze – spiega Gianluca Banfi, amministratore delegato di Arca impresa gestioni – le migliori performance dei fondi sono riconducibili alle iniziative nate nei periodi di recessione (vedi grafico). E nei prossimi mesi si aprirà un periodo di interessanti opportunità soprattutto nelle piccole e medie operazioni, che sono l'ossatura dei deal in Italia». A proposito di timing, Arca è tra le pochissime sgr nel nostro Paese ad avere un nuovo fondo in dirittura d'arrivo, in un settore dove il funding nel 2008 è sceso del 30% e nei primi mesi del 2009 si è quasi bloccato. «Siamo nelle fasi conclusive con il primo closing, da 70 milioni di euro, di un nuovo

Le performance dei fondi in base alla fase economica



Fonte: Elaborazione Arca impresa gestioni su dati Credit Suisse e Cambridge Associates

fondo che ha una capienza massima di 200 milioni. E sono convinto che dopo l'estate, e per i prossimi due-tre anni, le opportunità d'investimento saranno tante, anche e, forse, soprattutto nelle operazioni cosiddette di minoranza o expansion, dove spesso non si usa debito bancario ma il fondo affianca l'imprenditore nella fase di crescita dell'azienda, o nella fase di passaggio generazionale nella famiglia proprietaria. Questo nuovo fondo, a parte il settore immobiliare e finanziario, non si porrà limiti settoriali. E io credo che bisognerà ricominciare a guardare con attenzione anche le aziende attive nel settore dei capital goods, come i macchinari per l'industria, dove le opportunità d'in-

vestimento potrebbero essere buone». Come si muoveranno nei prossimi mesi i fondi, scontando questa congiuntura? L'operatività è ferma non solo perché manca la provvista bancaria per le operazioni di buy out a leva, ma anche perché molti fondi sono impegnati a gestire le aziende in portafoglio che si trovano in difficoltà e che non possono essere dismesse. Prova ne è che nei primi quattro mesi del 2009 sono tre le società che sono uscite dai portafogli dei fondi che operano in Italia. In tutto il 2008 erano state 37 e nel 2007 addirittura 62. Per il sistema dei fondi la way out rappresenta un passaggio fondamentale, in quanto la cessione delle imprese fornisce liquidità fresca

