



BOCCONI

SDA

**M&A e piccole medie imprese:
quali aspetti critici per un'operazione di successo?**

Verona, 06 Settembre 2011

Alberto Dell'Acqua - Leonardo Etro, SDA Bocconi

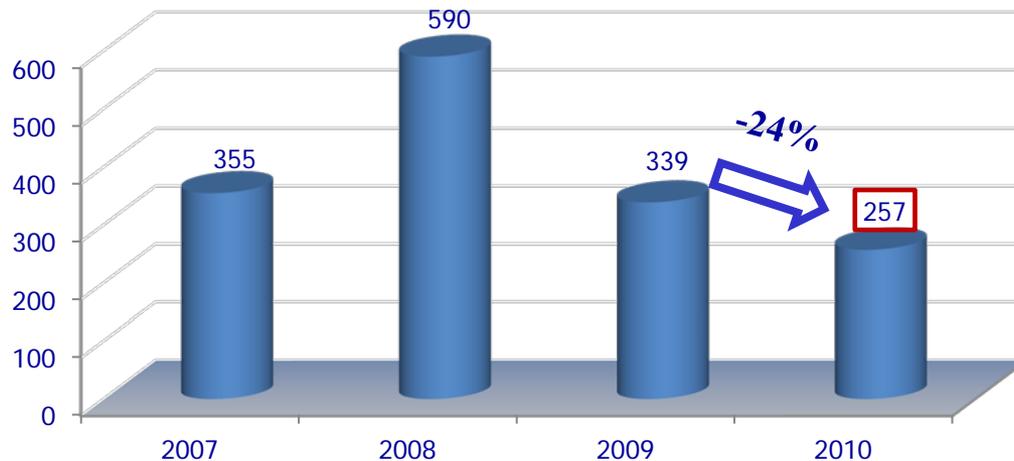
✓ Il mercato dell'M&A in Italia

- ✓ Aspetti critici per un'operazione di successo
- ✓ Quale futuro per l'M&A?
- ✓ Conclusioni

SDA Bocconi SDA Bocconi

Scenario attuale dell'M&A in Italia e impatto della crisi finanziaria

M&A in Italia _ No. di Operazioni (2007 - 2010)

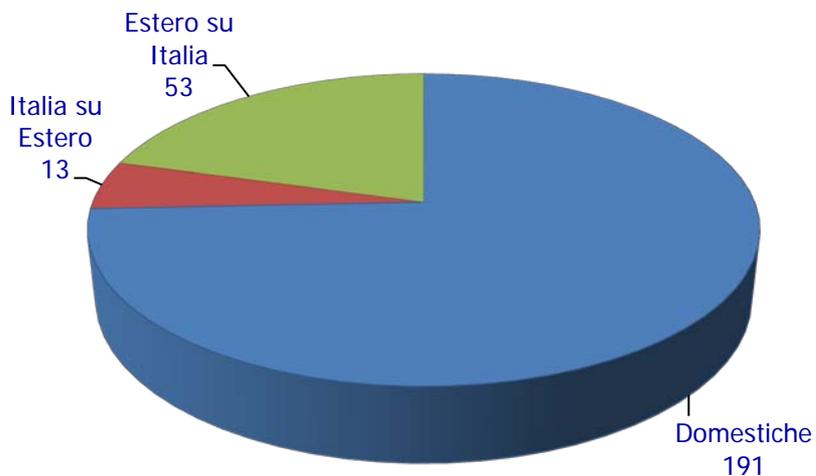


M&A in Italia _ Controvalore in milioni di €(2007 - 2010)

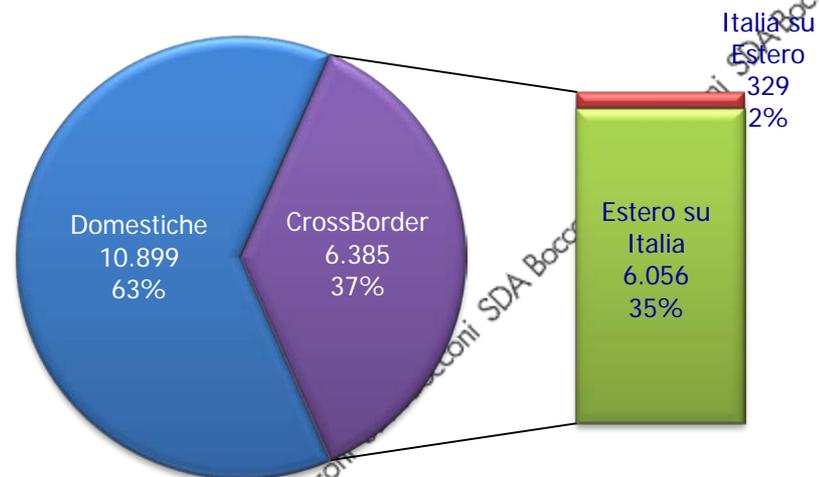


Scenario attuale dell'M&A in Italia e impatto della crisi finanziaria

M&A domestiche vs. cross-border_ No di Operazioni (2010)



M&A domestiche vs. cross-border_ Controvalore in milioni di €(2010)



Fonte: Osservatorio M&A Bocconi, Zephyr (Bureau van Dijk) (2011)

Scenario attuale dell'M&A in Italia e impatto della crisi finanziaria

M&A per trimestre _ No di Operazioni (2010)



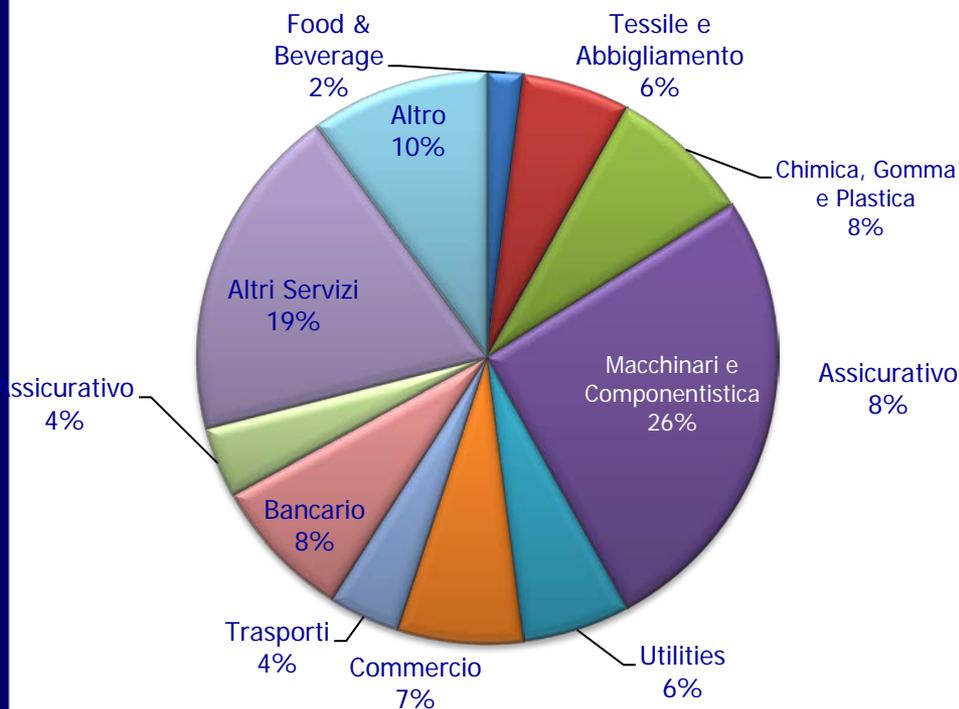
M&A per trimestre _ Controvalore in milioni di € (2010)



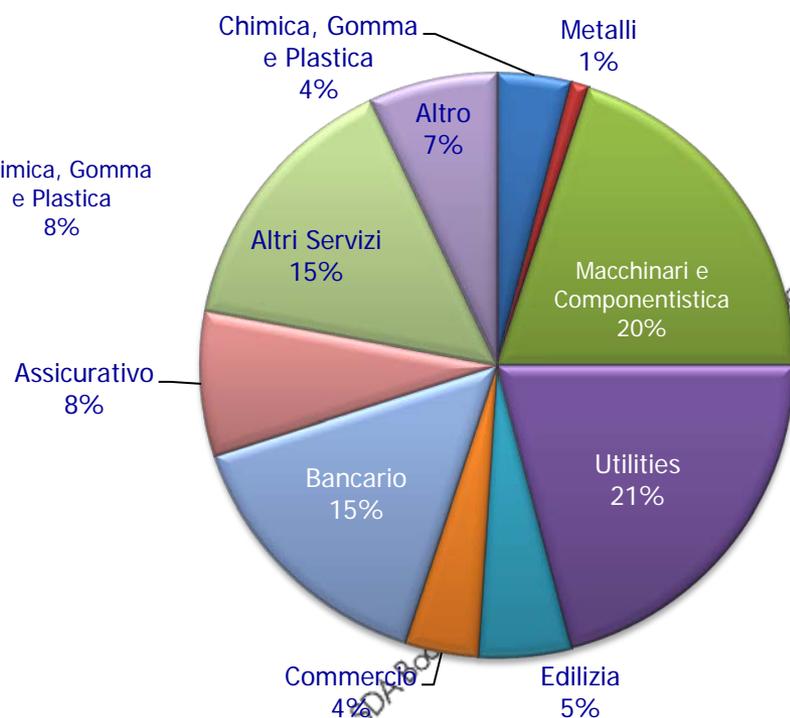
Fonte: Osservatorio M&A Bocconi, Zephyr (Bureau van Dijk) (2011)

Scenario attuale dell'M&A in Italia e impatto della crisi finanziaria

M&A per settore _ No di Operazioni (2010)



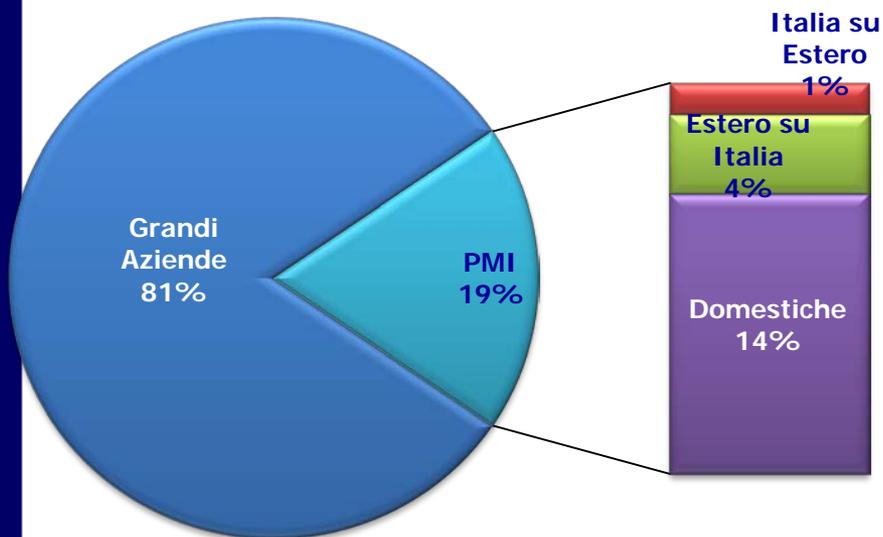
M&A per settore _ Controvalore in milioni di €(2010)



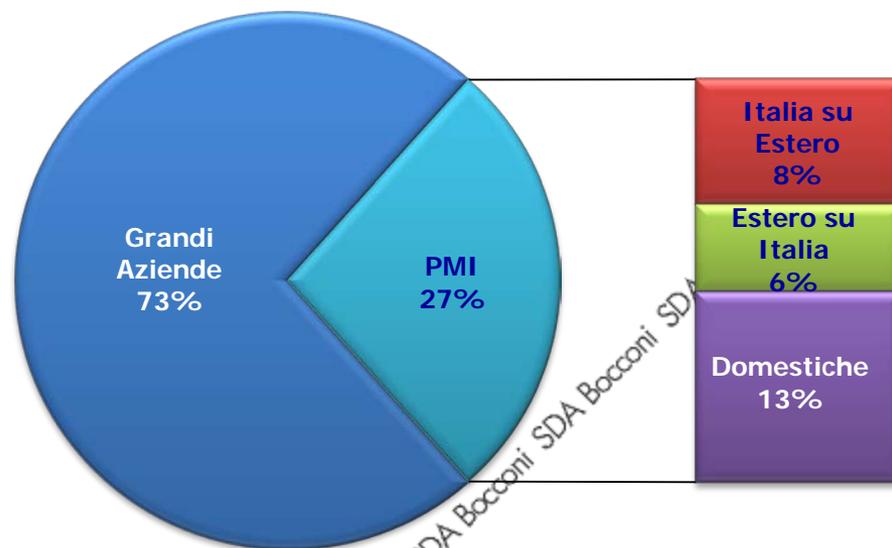
Fonte: Osservatorio M&A Bocconi, Zephyr (Bureau van Dijk) (2011)

Scenario attuale dell'M&A in Italia e impatto della crisi finanziaria

M&A per dimensione Acquiror _ No di Operazioni (2010)



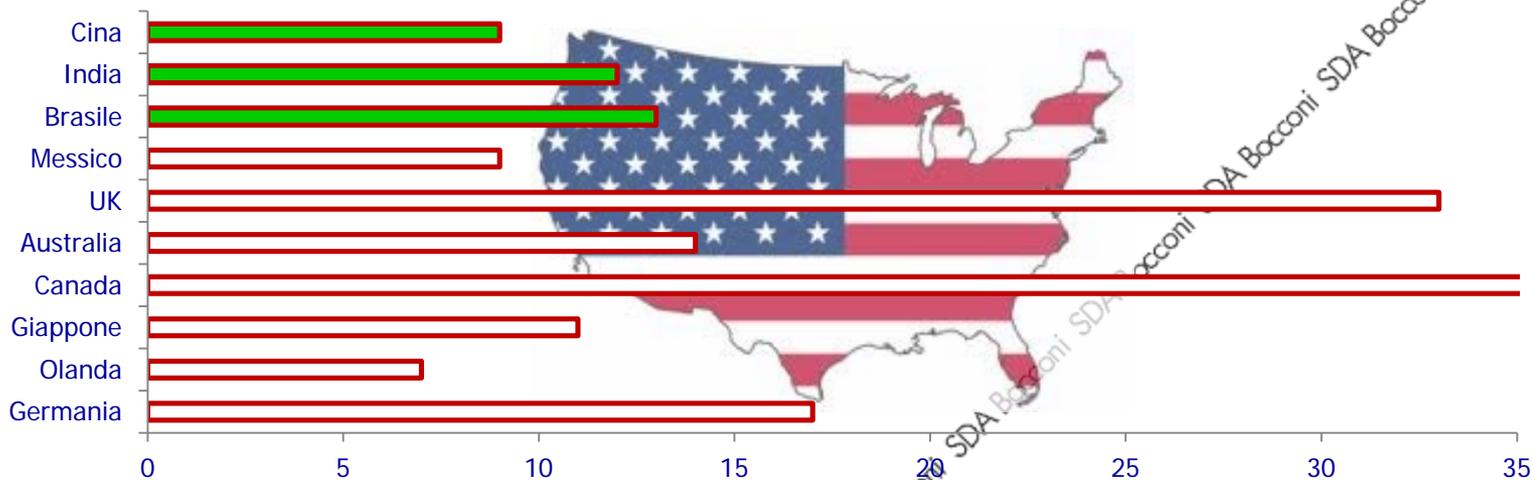
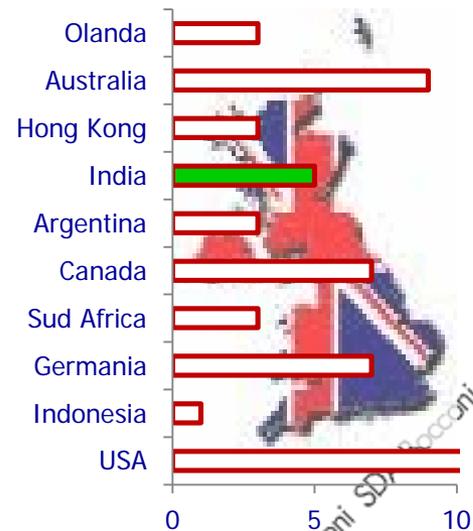
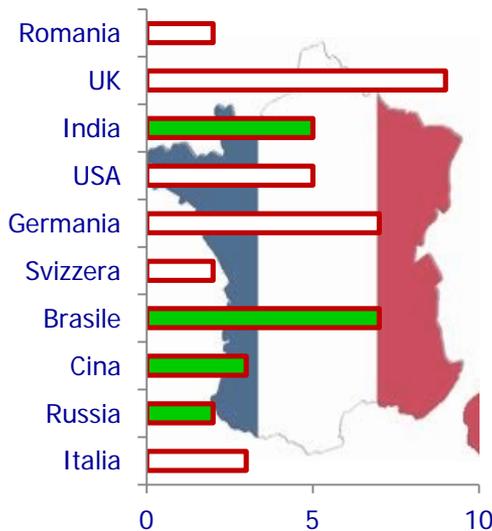
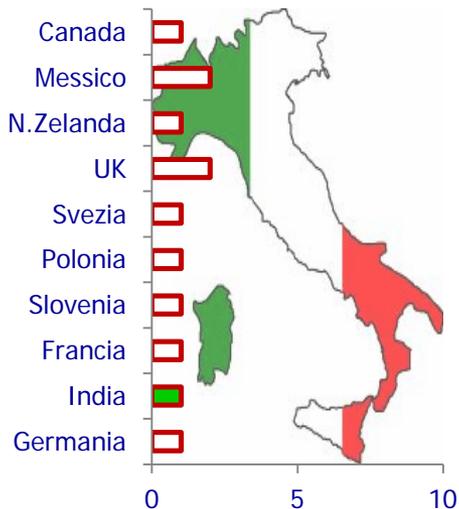
M&A per dimensione Acquiror _ Controvalore in milioni di €(2010)



Fonte: Osservatorio M&A Bocconi, Zephyr (Bureau van Dijk) (2011)

Scenario attuale dell'M&A in Italia e impatto della crisi finanziaria

No. di operazioni, Paesi Target (ultime 13 settimane)



Scenario attuale dell'M&A in Italia e impatto della crisi finanziaria

No. di operazioni, BRIC (ultime 13 settimane)

Outflow  Inflow
\$1,261.19M **\$1,269.32M**
CHINA

Paese Target	N. Deals	Valore (\$M)	Paese Acquirente	N. Deals	Valore (\$M)
Regno Unito	1	1.261,19	Francia	3	525,87
Isole Vergini	1	n.a.	Giappone	13	400
Germania	2	n.a.	Sud Corea	2	339,6
Australia	9	n.a.	Hong Kong	57	3,85
Olanda	2	n.a.	Isola di Man	4	n.a.
Hong Kong	5	n.a.	Australia	3	n.a.
Russia	1	n.a.	Singapore	12	n.a.
Stati Uniti	4	n.a.	Canada	2	n.a.
Ucraina	1	n.a.	Stati Uniti	9	n.a.
Canada	3	n.a.	Taiwan	4	n.a.
Totale	29	1.261,19	Totale	109	1.269,32

Outflow  Inflow
\$0.00M **\$1,610.46M**
INDIA

Paese Target	N. Deals	Valore (\$M)	Paese Acquirente	N. Deals	Valore (\$M)
Romania	1	n.a.	Germania	2	1.353,46
Stati Uniti	6	n.a.	Singapore	6	257,00
Mauritius	1	n.a.	Stati Uniti	12	n.a.
Regno Unito	4	n.a.	Olanda	2	n.a.
Italia	1	n.a.	Regno Unito	5	n.a.
Singapore	2	n.a.	Isola di Man	2	n.a.
Marocco	1	n.a.	Francia	5	n.a.
Hong Kong	2	n.a.	Malesia	1	n.a.
Olanda	1	n.a.	Giappone	3	n.a.
Emirati Arabi	2	n.a.	Mauritius	2	n.a.
Totale	21	n.a.	Totale	40	1.610,46

Outflow  Inflow
\$279.08M **\$4,000.00M**
RUSSIA

Paese Target	N. Deals	Valore (\$M)	Paese Acquirente	N. Deals	Valore (\$M)
Italia	2	279,08	Francia	2	4.000,00
Ucraina	1	n.a.	Svezia	3	n.a.
Libia	1	n.a.	Giappone	1	n.a.
Cipro	2	n.a.	Regno Unito	2	n.a.
Olanda	1	n.a.	Israele	1	n.a.
Turchia	1	n.a.	Australia	1	n.a.
Estonia	1	n.a.	Germania	1	n.a.
Isole Vergini	1	n.a.	Stati Uniti	1	n.a.
Lussemburgo	1	n.a.	Cipro	11	n.a.
Rep. Ceca	1	n.a.	Canada	1	n.a.
Totale	12	279,08	Totale	24	4.000,00

Outflow  Inflow
\$0.00M **\$1,950.00M**
BRAZIL

Paese Target	N. Deals	Valore (\$M)	Paese Acquirente	N. Deals	Valore (\$M)
Stati Uniti	2	n.a.	Giappone	3	1.950,00
Portogallo	2	n.a.	Francia	7	n.a.
Canada	2	n.a.	Tailandia	1	n.a.
Cile	1	n.a.	Canada	4	n.a.
Turchia	1	n.a.	Finlandia	1	n.a.
Totale	8	n.a.	Totale	36	1.950,00
			Regno Unito	2	n.a.
			Estonia	1	n.a.
			Germania	2	n.a.
			Stati Uniti	13	n.a.
			Angola	2	n.a.

Quali motivazioni sottostanti un mercato dell'M&A "depresso"?

(2001: 671 deals per €48bn → 2,9% mercato globale dell'M&A)
(2010: 257 deals per €17bn → 1% mercato globale dell'M&A)

- ✓ Mercato azionario "povero" → solo 300 società quotate
- ✓ Regolamenti Antitrust dovuti ad un esiguo numero di aziende in settori di rilevante importanza economica
- ✓ Elevato costo del debito per società quotate (Debiti finanziari medi / EBITDA = 3.62 vs. 1.77 in U.S.A.)
- ✓ ROE atteso ridotto (ITA: 7.45, penultimo tra i grandi paesi)
- ✓ Elevata influenza dello Stato (Eni, Enel) e di Autorità Locali (A2A)
- ✓ Monopoli naturali (Atlantia)
- ✓ Motivazioni politiche e fiscali
- ✓ Sistemi di Corporate Governance (Fondazioni, Cooperative, ecc.)

La crisi finanziaria ha influito sui multipli?

Multipli Pre- e Post- Crisi (2007 - 2010)

	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT		
	2007	2010	Δ%	2007	2010	Δ%	2007	2010	Δ%
Francia	1,25	1,1	-12,00%	7,73	7,5	-2,98%	12,35	16,84	36,36%
Germania	1,69	1,81	7,10%	9,45	7,67	-18,84%	16,76	15,14	-9,67%
Italia	1,59	1,57	-1,26%	8,85	7,39	-16,50%	18,75	17,22	-8,16%
Spagna	2,43	2,59	6,58%	9,03	8,22	-8,97%	18,79	12,09	-35,66%
Bank Based Economies	1,74	1,77	1,58%	8,77	7,70	-12,21%	16,66	15,32	-8,04%
Olanda	1,37	0,83	-39,42%	8,95	7,41	-17,21%	14,21	14,48	1,90%
Regno Unito	1,67	1,33	-20,36%	9,19	7,22	-21,44%	15,33	11,87	-22,57%
Market Based Economies	1,52	1,08	-28,95%	9,07	7,315	-19,35%	14,77	13,175	-10,80%
Media	1,67	1,54	-7,70%	8,87	7,57	-14,64%	16,03	14,61	-8,89%

Fonte: Osservatorio M&A, Università Bocconi (2011)

Impatto della crisi sui multipli:

EV / SALES:	- 7,70 %	
EV / EBITDA:	- 14,64 %	
EV / EBIT:	- 8,89 %	

Minacce e opportunità nell'M&A

Nel 2010 il mercato delle operazioni di finanza straordinaria ha registrato il minimo storico in termini di volumi di attività e controvalore per operazioni:

MINACCE

- **Equity / Debito:** molte acquisizioni effettuate tra il 2006 e il 2007 si sono basate sull'eccessivo utilizzo del debito rispetto all'*equity*
- **Leva finanziaria:** usata in modo spropositata, ha contribuito ad un appesantimento della struttura finanziaria delle aziende target
- **Razionamento del credito:** con la crisi dei *subprime* si registra un inasprimento delle condizioni dell'offerta di credito
- **Rischio paese:** attenzione a situazione politica, inflazione, tassi di cambio, evoluzione PIL dei paesi ad alto rischio di default (Grecia, Irlanda, Spagna)

OPPORTUNITÀ

- **Mercati emergenti:** alternativa sia come mercato di sbocco, sia come nuovi attori diretti
- **Cash is king:** la liquidità è l'arma vincente per un'impresa
- **Multipli dimezzati:** possibilità di portare a termine operazioni a prezzi da "saldi"
- **Operazioni carta su carta:** incremento di operazioni basate su scambio di *know how*, tecnologie, quote azionarie

✓ Il mercato dell'M&A in Italia

✓ **Aspetti critici per un'operazione di successo**

✓ Quale futuro per l'M&A?

✓ Conclusioni

SDA Bocconi SDA Bocconi

Aspetti Critici dell'M&A

✓ Metodo del *learning by doing*

“ *La performance risulta non essere influenzata dall'esperienza, fino in media alla ottava o nona acquisizione e migliora solo con i successivi deal*” (Zollo, Di Mase)

PROBLEMI:

- ✗ Peggioramento performance

✓ Corretta valutazione del prezzo della target

“*La maggior parte degli errori di stima del valore della target sono dovuti all'hubris del management, disposti a pagare premium price più elevati al momento di concludere l'operazione*” (Roll).

Il management è più orientato alla crescita del ROI, gli azionisti al ROE

PROBLEMI:

- ✗ Integrazione
- ✗ Capitale Investito
- ✗ Teoria dell'agenzia

✓ Quantificazione ex ante delle sinergie

L'acquirente deve fondare la stima su dati di fatto e su *benchmark* di riferimento, considerando l'integrazione sia di *asset* tangibili, sia di beni immateriali quali i processi e la cultura aziendale.

Aspettative dell'acquirente industriale sono diverse rispetto ad investitore istituzionale, per questo pagherà *premium price* più elevato.

PROBLEMI:

- ✗ Supposizioni
- ✗ Concentrazione solo sui beni materiali

Aspetti Critici dell'M&A

✓ Struttura dell'accordo e pagamento

Il pagamento in *cash* o in azioni influenza per l'acquirente le fonti di finanziamento dell'operazione, la struttura del controllo, il prezzo pagato e la struttura finanziaria dell'impresa post acquisizione

PROBLEMI:

- ✗ Fattori interni all'azienda
- ✗ Fattori esterni (es. Tassi, esposizione fiscale)

✓ Sottile arte della negoziazione

Elemento chiave nella negoziazione è la *Best Alternative to a Negotiated Agreement* (BATNA). Se il deal proposto è meglio del proprio BATNA allora bisogna accettarlo. In caso contrario sarebbe meglio riaprire i termini della negoziazione o scegliere strade alternative secondo una logica *win-win*.

PROBLEMI:

- ✗ Comunicazione efficace e di successo

✓ Società di consulenza *super partes*

Consulenti, banche di investimento, legali di impresa, contabili e revisori sono attori fondamentali per perseguire un'operazione di M&A con successo.

PROBLEMI:

- ✗ In Italia sfiducia verso i consulenti

Aspetti Critici dell'M&A

✓ Leadership e piano d'integrazione

PROBLEMI:

- ✗ Intento strategico del *deal*
- ✗ Competenze e cultura della *target*
- ✗ *Leadership* chiara e decisa

✓ Gestione del passaggio generazionale

“La prima generazione crea, la seconda consolida, la terza distrugge” (Mann).

È opportuno che ogni azienda si doti di una valida governance in grado di assicurare il controllo da parte dei soggetti più adatti, di fornire garanzie ai finanziatori e di gestire eventuali anomalie che possono insorgere

PROBLEMI:

- ✗ Venir meno di equilibri
- ✗ Condizionamenti famigliari di ostacolo
- ✗ Grado di imminenza

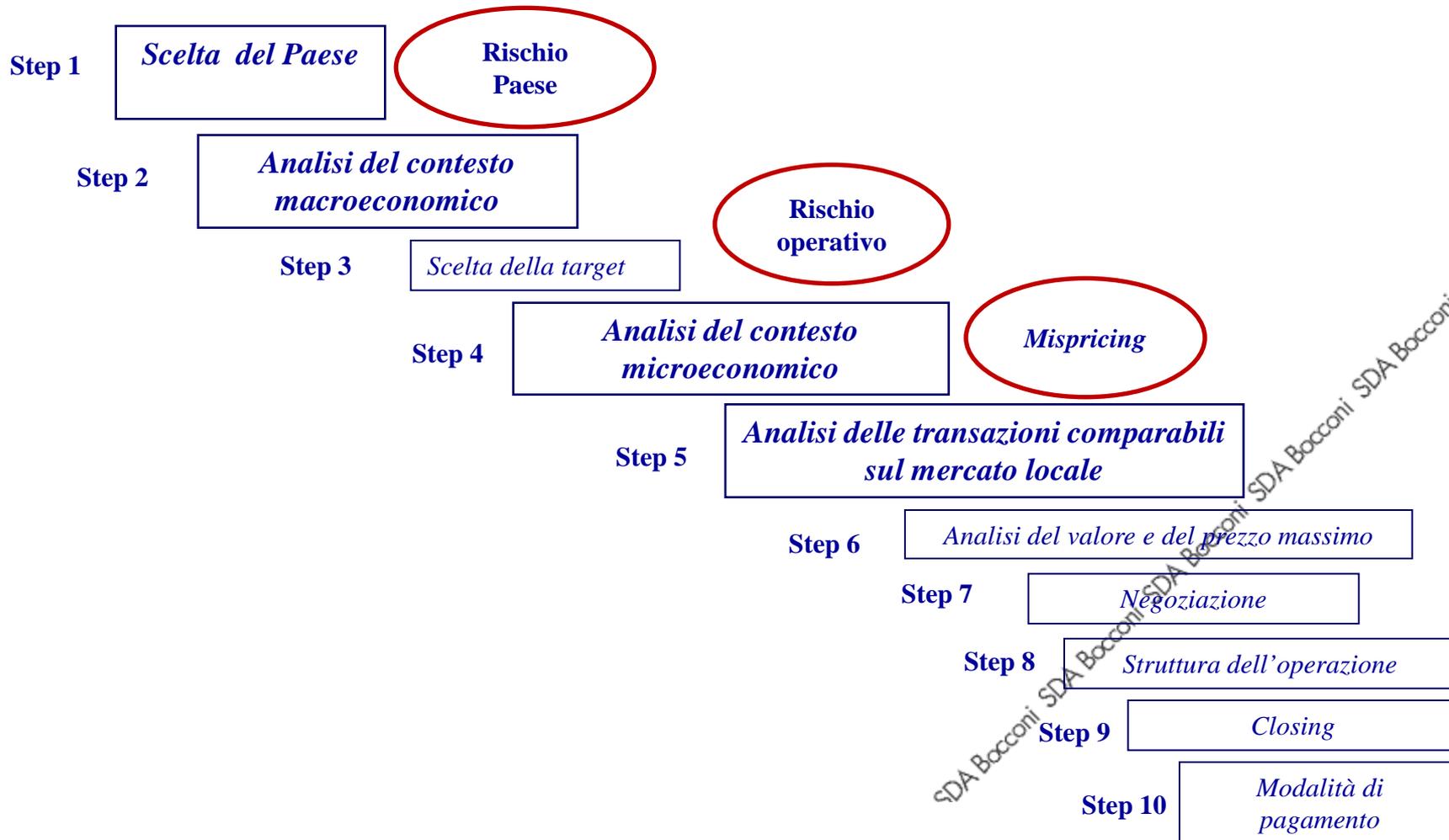
✓ Espansione estera

Prima di effettuare un'operazione di M&A è necessario tenere in considerazione alcune peculiarità del paese estero verso cui orientare il proprio investimento.

PROBLEMI:

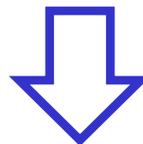
- ✗ Rischio paese
- ✗ Rischio operativo
- ✗ Mispricing

Key steps per un'acquisizione di successo all'estero



Quale futuro per l'M&A?

Alla luce dei cambiamenti in atto nello scenario macroeconomico e finanziario globale, si aprono nuove vie alle operazioni di M&A:



- ✓ **RISTRUTTURAZIONE D'AZIENDA**
- ✓ **INTERVENTO DI *BUSINESS ANGELS***
- ✓ **OPERAZIONI *CROSS - BORDER***
- ✓ ***PRIVATE EQUITY E PIPE***

Il clima di generale disgelo nella finanza consentirà una rinnovata circolazione dei capitali e dei servizi finanziari a tutto vantaggio delle potenzialità di investimento in imprese

Appare molto probabile un incremento delle attività di M&A per i prossimi mesi nelle 4 direttrici di sviluppo prima elencate

Quale futuro per l'M&A? *Ristrutturazione d'azienda*

- ✓ Il *Corporate Restructuring* comprende operazioni finalizzate a sostenere un processo di risanamento di aziende che versano in situazioni di crisi industriali e/o finanziarie
- ✓ Tipicamente tale operazione avviene in casi di acquisizione e fusione di aziende
- ✓ La riorganizzazione della produzione e delle attività lavorative ha lo scopo di migliorare l'efficienza e di ridurre i costi

Tipologie di operazione in funzione di parametri differenti

STADIO DEL PROCESSO DI RISTRUTTURAZIONE:

- ✓ Procedura giudiziale
- ✓ Procedura stragiudiziale

AREA DI ATTIVITÀ AZIENDALE IN CUI AVVIENE L'INTERVENTO:

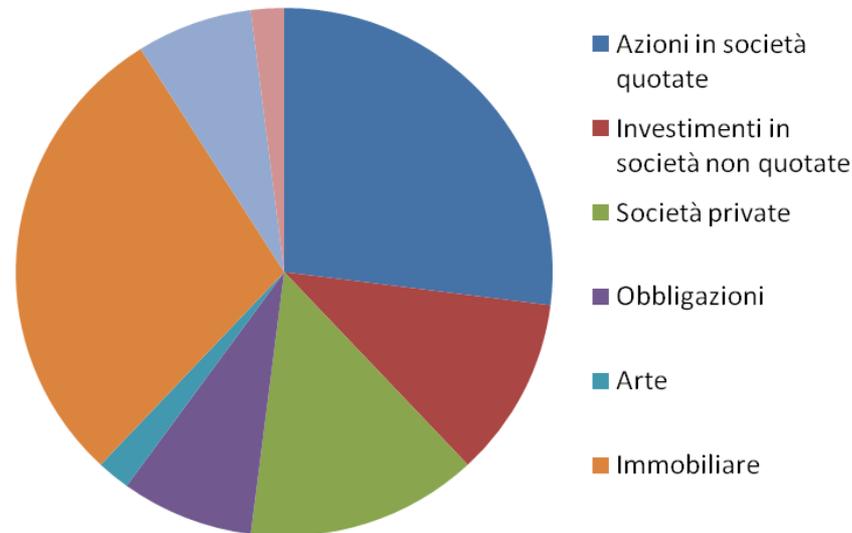
- ✓ *Asset Restructuring*
- ✓ *Debt Restructuring*

L'intervento di Corporate Restructuring può assumere veste preventiva (turnaround management) o successiva se la crisi si è già manifestata

Quale futuro per l'M&A? *Business Angel*

- ✓ Un *Angel Investor* è un investitore privato con ampie disponibilità finanziarie personali, che utilizza il suo capitale di rischio e talvolta anche le conoscenze tecniche nell'avvio o nella capitalizzazione di imprese operanti in settori ad elevata crescita
- ✓ Un *Angel Investor* può essere anche interessato ad investire in settori ad alto rischio

Settori di investimento privilegiati dai *Business Angel*



Fonte: *European Business Angel Network*



Sostegno agli imprenditori in termini di capitali, esperienze e reti di conoscenze

Contributo allo sviluppo di nuovi progetti

Quale futuro per l'M&A? *Operazioni Cross Border*

- ✓ Le operazioni *cross – border* vedono coinvolte controparti aziendali appartenenti a **paesi diversi**
- ✓ Ulteriore slancio alle operazioni straordinarie realizzate da Fondi Sovrani e in generale Paesi “sicuri” dal punto di vista finanziario
- ✓ Probabile “ondata” di acquisizioni aventi come target imprese italiane e acquiror aziende dell’Est Asiatico
- ✓ Incremento del numero di acquisizioni di imprese italiane “sane” all’estero per acquisire nuovi mercati di sbocco commerciale

Punti di Forza

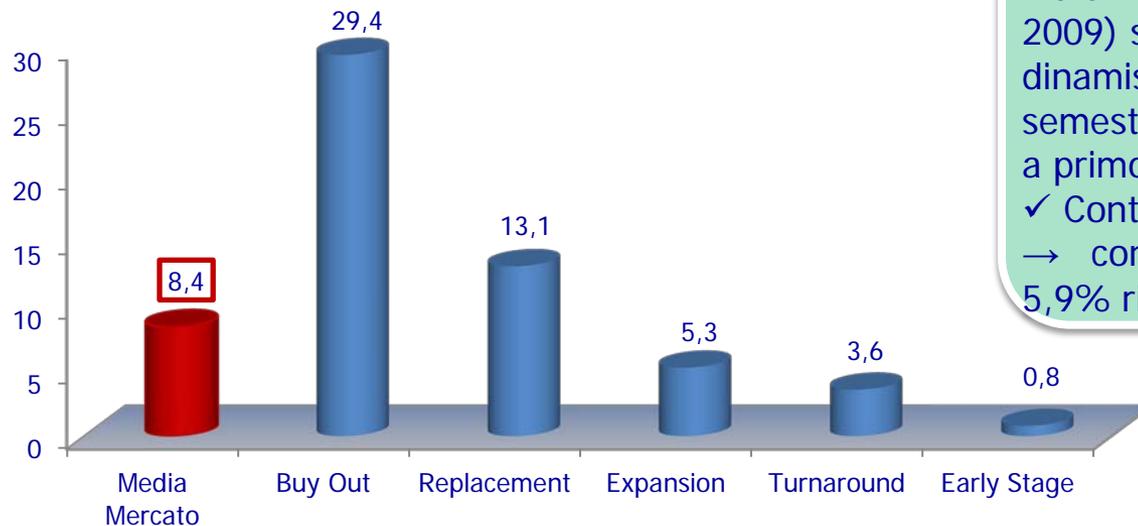
- ✓ **Nuove risorse sane in azienda**
- ✓ **Miglioramento efficienza**
- ✓ **Creazione di sinergie**
- ✓ **Condivisione di network**
- ✓ **Ingresso in nuovi mercati**
- ✓ **Internazionalizzazione**

Punti di Debolezza

- ✓ **Legislazioni diverse tra Paesi**
- ✓ **Evoluzione PIL, tassi di cambio ed inflazione**
- ✓ **Rischio politico**
- ✓ **Integrazione aziendale**

Quale futuro per l'M&A? *Private Equity*

Ammontare investito medio per tipologia di operazione nel 2010 (milioni di Euro)



✓ Numero di operazioni in lieve incremento (+3% rispetto al 2009) soprattutto grazie al forte dinamismo del secondo semestre 2010 (+26% rispetto a primo semestre)
 ✓ Controvalore: 2.461 mln Euro → con una diminuzione del 5,9% rispetto al 2009

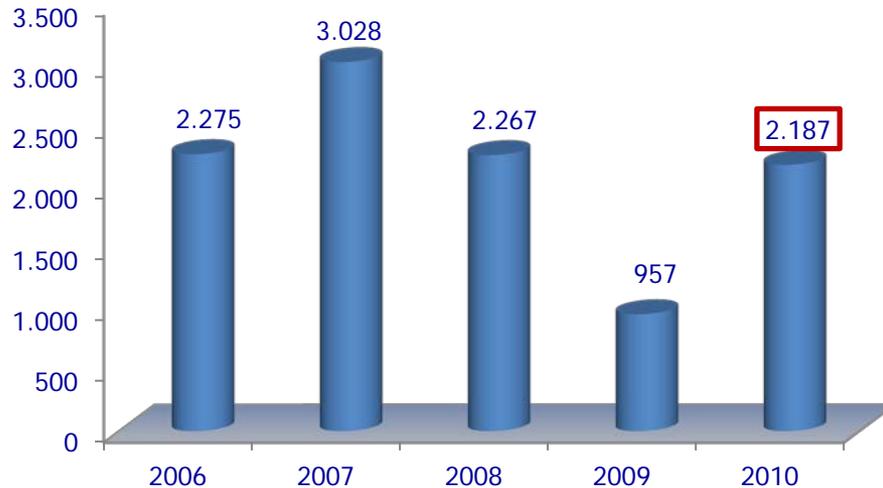
Fonte: Osservatorio M&A Bocconi, AIFI (2011)

- ✓ La crisi economico-finanziaria ha determinato una diminuzione del taglio medio dell'ammontare investito per le singole operazioni, da 9 milioni di Euro nel 2009 a 8,4 milioni di Euro nel 2010
- ✓ Escludendo i *large e mega deal*, ovvero quegli investimenti di importo compreso tra i 150 e 300 milioni di Euro o maggiore di 300 milioni di Euro, l'ammontare investito di mercato scende a quota 5,3 milioni di Euro

Quale futuro per l'M&A? *Private Equity*

Dopo lunghi mesi difficili alle spalle, i fondi sono nuovamente pronti ad investire

Capitali raccolti dai fondi di *Private Equity* (2006 -2010, milioni di Euro)



Fonte: Osservatorio M&A Bocconi, AIFI (2011)

SOLUZIONI ALLA CRISI

- ✓ Fondi concentrati maggiormente sull'*equity* che sul debito e focalizzati su PMI
- ✓ Investire nelle aziende a medio lungo termine, non con l'obiettivo di ottenere profitto per l'incremento dei multipli di valutazione, ma per la **crescita degli indicatori economici** (es. EBITDA) delle aziende *target*

Quale futuro per l'M&A? PIPE

- ✓ Con il termine **PIPE** (*Private Investment in Public Equity*) si intende quel tipo di operazione che permette alle imprese di finanziare immediatamente lo sviluppo del proprio business attraverso un **aumento del capitale dedicato**
- ✓ Gli investitori coinvolti acquistano titoli azionari da una società pubblica quotata tramite un collocamento privato
- ✓ L'emittente vende le azioni ordinarie, con uno sconto sul prezzo corrente di mercato. Contestualmente è prevista l'emissione di un *warrant* (di solito con una durata di 5 anni) che consente al titolare di comprare ulteriori azioni al prezzo di mercato, o con un sovrapprezzo

VANTAGGI

- ✓ **Processo veloce e snello** per l'ottenimento di capitale azionario
- ✓ Operazione **più vantaggiosa economicamente** rispetto ad un'IPO

SVANTAGGI

- ✓ Forma di investimento a **breve termine** preferita da chi fa arbitraggio
- ✓ Un'espansione del mercato può **attrarre investitori con scarsa reputazione** e poca attenzione alla qualità

Conclusioni

Si prevede per i prossimi mesi una maggior prudenza ed un minor ricorso al debito, perché le banche non sono orientate a sostenere operazioni rischiose finanziariamente

Il credito, difficile da ottenere, ha un costo elevato per le aziende aventi una leva finanziaria eccessiva

Cambierà il modo di lavorare:

- ✓ Si ragionerà più come imprenditori
- ✓ Si investirà più *equity* nelle operazioni

Crescerà il numero di operazioni di minoranza con partecipazioni al 25-30%

**SETTORI OGGETTO
D'INTERVENTO NEL
PROSSIMO FUTURO**



- ✓ Telecomunicazioni, *Utilities*
- ✓ Turismo
- ✓ Giochi
- ✓ *Food & Beverages*
- ✓ *Green Economy*