

## FORUM ITALIAN M&A

### SOTTO LE CENERI DELLA CRISI, I CORPORATES RACCOLGONO FINANZA E FANNO OPERAZIONI MISTE. MENTRE I PRIVATE EQUITY SI RISTRUTTURANO PER TORNARE PROTAGONISTI CON LA LIQUIDITÀ DI SISTEMA

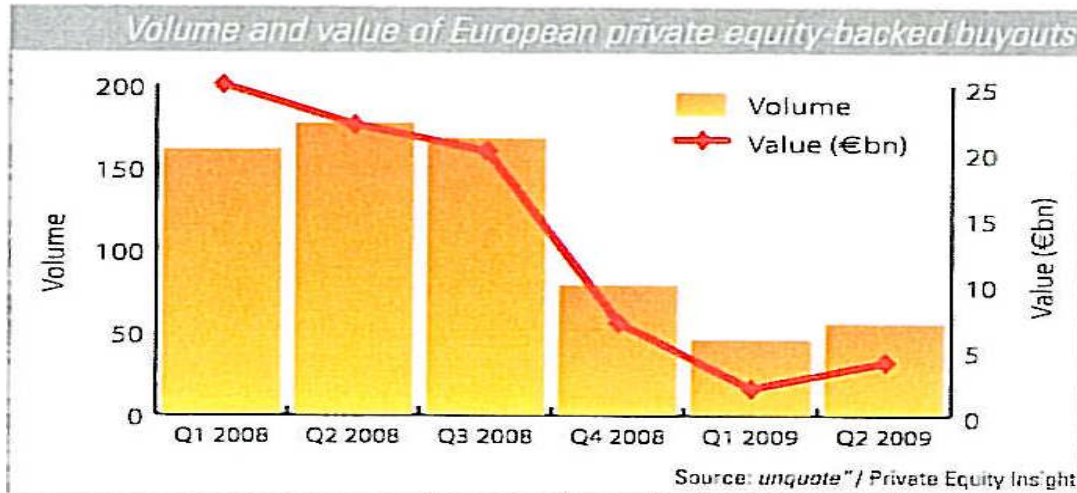
A un anno e pochi giorni dal fallimento di Lehman Brothers (14 settembre 2008), vera e propria icona di questa crisi (sebbene preceduta da altri segnali premonitori), si consuntivano e si interpretano le operazioni ed i tentativi di operazioni di M&A del 2009 per identificare i più probabili trend del 2010.

Per analizzare la fotografia del mercato M&A del 2009 occorre separare il segmento dei Private Equity da quello dei corporates.

#### Lavori in corso per i fondi di Private Equity: all'opera per le ristrutturazioni societarie e di se stessi

L'attività di investimento da parte dei fondi ha avuto un crollo (attività riferita ai buy-outs, cioè alle operazioni di maggioranza, cfr. grafico 1) superiore all'80% a livello Europeo. I dati del mercato italiano relativi al 1° semestre saranno presentati alla stampa l'8 ottobre ma ci si attende un trend in linea con il resto dell'Europa.

Grafico 1



Un tale picco negativo del mercato non si era visto neppure dopo la crisi 2001-2002 (bolla speculativa sulle dot.com) che aveva "colpito" pesantemente le attività di private equity e venture capital.

Gli operatori si stanno attualmente **concentrando sulla razionalizzazione del proprio portafoglio** (ovvero delle società possedute dai fondi), con attività di ristrutturazioni sia industriali che finanziarie, le quali in alcuni casi determinano successive operazioni di “distressed M&A”, quando cioè la società viene “venduta a pezzi” oppure quando viene venduto il business direttamente da una procedura concorsuale avviata dagli azionisti.

Parallelamente, gli operatori stanno attivamente **lavorando anche sul lato degli investitori** (limited partners) su vari fronti. Per esempio alcuni investitori hanno chiesto di ridurre il proprio impegno nel fondo e ciò comporta la necessità di trovare delle soluzioni che non siano estremamente penalizzanti né per gli investitori né per i gestori del fondo (general partners). Infatti normalmente gli statuti dei fondi di private equity prevedono che se un investitore non mantiene l’impegno assunto, perde tutti gli investimenti effettuati fino a quel momento. Si sono quindi trovate delle formule di “riduzione proporzionale” degli impegni assunti o altre modalità.

Un’altra area sulla quale molti operatori stanno lavorando o si stanno interrogando sono le **management fees e la transactions fees del fondo** alla luce dei diversi rendimenti e/o dei write-offs (svalutazione dell’investimento) che si sono resi necessari nel corso del 2009.

Infine in alcuni fondi si sta assistendo anche ad un **ricambio generazionale**, segno questo che si sta lavorando anche sul “fattore umano” e non solo sul lato economico-finanziario.

Per quanto riguarda più da vicino l’attività di investimento ed il mercato, questi sono ancora caratterizzati da scarsa disponibilità di credito bancario, carenza di società target “performanti” e disallineamento sulle attese di valore tra venditori ed acquirenti.

### **Rondini del dopo-crisi, dai Corporates già vengono i primi segnali espansivi (ma nei prossimi 18 mesi proseguiranno le ristrutturazioni)**

Sul lato corporates le notizie sono più confortanti; se infatti si guarda lo scenario internazionale soprattutto negli ultimi mesi, si possono già citare alcune operazioni significative concluse (tab. 1) e/o annunciate (tab. 2).

Tabella 1

#### **PRINCIPALI OPERAZIONI CONCLUSE**

<b>Acquirente</b>	<b>Target</b>	<b>Valore</b>
Walt Disney	Marvel	\$ 4 billion
Baker Hughes	BJ Service	\$ 5.5 billion
Volkswagen	Porsche	€ 5 billion
Warner Chilcott	Divisione Farmaceutica P&G	\$ 3.1 billion
Vivendi	GVT	€ 2 billion
ENEL	ENDESA	€ 9.6 billion
XEROX	ACS	\$ 6.4 billion
ABBOTT LAB	Solvay	\$ 7 billion

Fonti: Il Sole 24 ore, The Economist

Tabella 2

PRINCIPALI OPERAZIONI ANNUNCIATE

Acquirente	Target	Valore
T- Mobile	Orange	N/A
Prysmian	Draka	*
Kraft	Cadbury's	*
Suntory	Orangina	\$ 2,6 bill.

\* operazioni non andate a buon fine

Fonti: Il Sole 24 ore, The Economist

Anche se alcune operazioni sono solo annunciate, in fase di “stallo” negoziale o non andate a buon fine, esse comunque rappresentano segnali positivi dopo i primi mesi dell'anno di inattività totale. In effetti per quanto riguarda le attività di M&A il panorama mostra se non già una ripresa almeno una schiarita per una serie di fattori che vanno interpretati nel complesso.

Innanzitutto **i corporates hanno attinto finanza direttamente sul mercato** tramite l'emissione di bond, ovviando al perdurare della stretta creditizia: basti pensare che solo da emittenti italiani sono stati già collocati oltre 17 miliardi di euro e circa altri 10 sono previsti entro fine anno. È evidente che questa liquidità, oltre che rivolta al rifinanziamento, è anche a sostegno di progetti d'espansione e di crescita tramite acquisizioni/fusioni ecc.

A ciò si aggiunge che **le operazioni tra corporates possono effettuarsi in tutto o in parte tramite la cosiddetta “carta”**: se si tratta di fusioni tramite il concambio, oppure si tratta di acquisizioni con offerte miste (in parte con cassa e in parte con azioni). Infine ma non certo il meno importante, un altro fattore che sta contribuendo a queste operazioni, è dovuto al fatto che attualmente **i corporates non hanno competizione** per la mancata presenza dei private equity e la conseguente minor pressione sia sui valori che sui tempi delle operazioni. In effetti negli ultimi 2 anni prima della crisi i private equity, grazie anche all'estrema disponibilità di finanza, riuscivano ad essere più competitivi e a pagare multipli più elevati di quanto potessero fare i corporates.

Tutti questi fattori fanno sì che le aspettative siano positive rispetto a quanto abbiamo visto sinora, anche se bisogna usare prudenza ad utilizzare la parola “ripresa”; se si osservano comunque le “crisi” del passato è sempre dal mondo corporate che riparte l'attività di M&A.

Per quanto riguarda i settori, c'è un consenso diffuso a livello internazionale che i primi a ripartire (o che hanno già registrato delle transazioni) saranno quelli legati alle strutture (ad esempio energy, finanziario, telecom ecc.), alle materie prime, al food&beverage e al farmaceutico.

Considerazioni diverse sono possibili con riferimento allo “stato di salute” delle società quotate; infatti solo in Italia ai primi di settembre la “black list” di Consob riportava 18 società che inevitabilmente sono o andranno incontro ad attività di ristrutturazione: le

difficoltà finanziarie di tali società non sono dovute a una leva finanziaria troppo elevata a seguito di un'operazione di buy-out, ma a difficoltà finanziarie e/o industriali intrinseche alle società stesse.

Le società private e possedute da Private equity che sono andate incontro a ristrutturazioni in seguito a una leva finanziaria troppo elevata e rapportata a delle performance in calo, sono circa 5 sul mercato italiano.

Tutte queste situazioni che hanno comportato (o che comporteranno) delle ristrutturazioni, sono state comunque fonte di M&A "distressed"; ovvero hanno alimentato delle transazioni da procedure concorsuali o tramite aumenti di capitale e ristrutturazioni del debito.

Si può ragionevolmente prevedere che tali operazioni saranno presenti anche nei prossimi 18 mesi.

**Conclusioni: i corporates muovono per primi, i private equity (dopo una pausa riflessiva) torneranno protagonisti sull'onda della liquidità del sistema**

Come dopo ogni crisi finanziaria, le attività di M&A ripartiranno soprattutto dal lato corporates, favorendo così anche la crescita degli andamenti borsistici. Infatti ogni volta che viene annunciata un'operazione, il corso delle azioni tende ad aumentare poiché il mercato sconta in anticipo le valutazioni e soprattutto le sinergie che emergeranno post-acquisizione: naturalmente ciò genera un volano a livello economico-finanziario.

Per quanto riguarda invece il Private Equity, è abbastanza chiaro che l'industry è in un momento di riflessione e ridefinizione delle proprie strategie e modalità operative, tuttavia la liquidità del sistema anche attualmente è elevatissima [oltre un trilione di dollari a livello mondiale] e quindi i fondi continueranno a giocare un ruolo fondamentale nei prossimi anni.

PricewaterhouseCoopers ([www.pwc.com](http://www.pwc.com)) fornisce servizi professionali di revisione, di consulenza e di consulenza legale/fiscale alle imprese con l'obiettivo di costruire relazioni con i propri clienti e i loro stakeholders basate sull'integrità e sulla creazione di valore. Più di 163.000 professionisti in 151 paesi condividono attraverso un network internazionale conoscenze, esperienze e soluzioni per sviluppare nuove strategie e pratiche operative. In Italia operano 3000 professionisti presenti in 17 città.

"PricewaterhouseCoopers" fa parte del network di società di PricewaterhouseCoopers International Limited, ognuna delle quali è un'entità legale separata e indipendente.