

LE ACQUISIZIONI

Corporate Buyer & Private Equity

Andrea Ferrante

Novembre 2006



Il 2006 si sta configurando come il nuovo anno d'oro delle fusioni, il cui valore calcolato supera il precedente record del 2000. I protagonisti dell'attuale scenario sono i grandi fondi di private equity, veri e propri operatori globali e transnazionali che investono la liquidità ove le opportunità si presentano. Le grandi banche d'investimento, pur giocando un ruolo sempre rilevante, stanno focalizzando sempre più la loro attenzione sul ruolo di advisor; inoltre si affacciano sul mercato, e lo animano, operatori con grandi risorse finanziarie provenienti da paesi emergenti come India e Russia. E' però vero che il peso dei fondi di private equity è di poco meno di un quarto del totale delle transazioni, cioè le aziende (corporate buyer) che acquistano direttamente altre aziende continuano a giocare un ruolo importante.

Il clima generale è indubbiamente favorito dai bassi tassi di interesse che garantiscono un accesso al credito più "agevole" e questo è confermato dal fatto che grandi operazioni avvengono nei più disparati settori, da quello immobiliare, alle materie prime, alle gestioni patrimoniali, al bancario / assicurativo, farmaceutico, entertainment & leisure e così via. La necessità di crescere a fronte di una concorrenza sempre più globale, la presenza di società sane con buoni bilanci e con ancora potenziale inespresso, il progressivo smembramento di grandi conglomerate e il tentativo di concentrarsi sul core business (fondendosi con concorrenti o cedendo rami di attività secondari) alimentano ulteriormente il fenomeno.

Quanto detto è solo una generica indicazione di alcune delle attuali precondizioni che fanno da carburante all'aumento delle attività di M&A; in realtà ogni singola operazione ha risvolti specifici che vanno approfonditi per capirne le motivazioni ed i razionali. Ecco alcuni esempi preliminari allo sforzo di razionalizzazione didattica del tema delle acquisizioni, oggetto di questo articolo.

Un'area di boom nelle acquisizioni è rappresentata dalle squadre di calcio, con i nomi di alcuni grandi club inglesi, Manchester United, Arsenal, Chelsea, Aston Villa e West Ham su tutti. Diversi fattori giocano a favore di tale esplosione: il calcio è uno degli sport più popolari e quindi ha un seguito di massa in grado di muovere grandi numeri; i bilanci di una squadra di calcio ben gestita sono generalmente profittevoli; i diritti pagati da televisioni (2,52 mld di euro nel 2006) e altri media (internet, radio etc...) raggiungono cifre talmente elevate da suonare quasi imbarazzanti; infine le sponsorizzazioni delle squadre o degli stessi stadi (146 ml di euro per lo stadio dell'Arsenal) rappresentano una fonte di ricavi elevata. Insomma gli investitori seguono le opportunità.

Un altro esempio di area di grandi potenzialità è il mercato dell'energia in Germania. In primo luogo il mercato tedesco dell'energia è uno dei più ricchi in Europa e gli utili dopo le imposte degli operatori del settore fanno gola a molti acquirenti esteri. Inoltre esiste un vasto numero di player secondari per dimensione che potrebbero fondersi dando vita a realtà competitive più forti.

In altri casi le acquisizioni potranno essere indotte addirittura da fenomeni meteorologici, accoppiati con comportamenti aziendali poco lungimiranti: si ritiene possa essere il caso di alcune società americane impegnate nella prospezione di gas naturale. I prezzi del gas sono stati alti nel 2005 e hanno generato profitti subito reinvestiti in nuovi progetti di ricerca, che, come si può immaginare, sono altamente capital intensive; sfortunatamente l'ultimo inverno ha presentato temperature superiori alla media, il prezzo del gas è sceso e le condizioni finanziarie di alcune società si sono deteriorate; le società petrolifere sono alla porta e potrebbero acquisire a seguito di un nuovo inverno mite.

Le acquisizioni sono anche spinte dai fenomeni di liberalizzazione e deregolamentazione dei settori; qualora tali fenomeni avvengano in paesi che stanno crescendo a ritmi superiori a quelli dei vicini di regione, l'appetibilità della torta è presto detta. Il prodotto interno lordo della Turchia cresce ad un ritmo superiore al 7,5% annuo. E' in questo contesto che si inquadrano oltre 25 operazioni nel settore bancario dal 2005 ad oggi, con in prima linea grandi banche francesi e olandesi, che tra le altre cose, sono tra i paesi che ospitano flussi di immigrazione turca.

Si potrebbero continuare a citare casi nei settori delle telecomunicazioni, delle assicurazioni, del real estate e molti altri, tutti figli della crescita economica e delle necessità di ammodernamento di un paese che farà presto parte della Comunità Europea.

Le necessità di diversificazione sono un altro notevole motore delle acquisizioni: non è un caso che tra i più attivi vi siano grandi investitori medio-orientali, alla ricerca dei migliori utilizzi dei profitti derivanti dal settore petrolifero. Come conseguenza, non sorprende constatare che i business target di tali attività siano tipicamente europei, americani o transnazionali in genere.

Un ulteriore elemento trainante delle acquisizioni è la capacità dell'acquirente di applicare le proprie competenze distintive e il proprio modello di business all'acquistato, facendone emergere possibilità e valori precedentemente inespressi o non massimizzati: il caso Google-YouTube si fonda su questo paradigma; Google ha infatti capacità uniche di organizzare le informazioni e di promuovere pubblicità e comunicazione con metodi innovativi; YouTube ha probabilmente una delle più grandi platee dell'entertainment, la community del video on line, che presenta ritmi di crescita straordinari.

Dall'Italia arrivano come sempre segnali contrastanti. Se da un lato le opportunità di acquisto derivano da pochi grandi operatori con liquidità in eccesso (Mediobanca su tutti), dall'altra la migliore operazione in prospettiva sembra legata alla cessione di alcuni asset di Fincantieri da parte del Governo che, vorrebbe quotare l'azienda in Borsa e fare cassa con il solito obiettivo di ridurre il debito pubblico.

La panoramica è tratta da www.mergermarket.com con lo scopo di dare un breve input circa la quantità e diversa tipologia di acquisizioni e motivazioni sottostanti. Ma perché un'azienda o un fondo di private equity acquistano?

Iniziamo a riflettere sulle aziende. Un'azienda può crescere utilizzando le risorse interne disponibili, oppure alleandosi con altre aziende mantenendo la propria individualità (joint venture, partnership, accordi commerciali etc..), oppure acquistando altre imprese o rami d'azienda già esistenti.

La crescita secondo quest'ultimo percorso è essenzialmente più rapida, è programmabile, permette di superare alcune barriere all'entrata e consente di sfruttare subito competenze già esistenti. Parallelamente richiede grandi risorse finanziarie, pone problemi di integrazione fra le imprese coinvolte e, a volte, si basa sull'illusione della creazione di valore attraverso sinergie che restano solo sulla carta o promette vantaggi fiscali che non si rivelano tali; inoltre, a volte le normative anti-trust contrastano e impediscono operazioni già virtualmente definite che non si possono compiere.

Da quanto è possibile iniziare a sintetizzare le principali motivazioni dell'acquisto:

- Accrescere il potere di mercato;
- Consolidare il core business o disinvestire in chiave strategica;
- Sfruttare sinergie potenziali (ristrutturazione del passivo, incremento dell'efficienza, rafforzamento della posizione di mercato, sviluppo di business e mercati correlati).

Motivazioni alle quali è opportuno aggiungere almeno altre due meno scontate, ma egualmente significative:

- Sostituire il management inefficiente;
- Speculare sul fatto che il valore di mercato dell'azienda target è inferiore alla somma del valore dei suoi asset.

In concreto raramente queste motivazioni operano da sole, più spesso si combinano e potenziano tra loro. Alcuni esempi tratti dal settore delle telecomunicazioni. A Giugno Nokia e Siemens hanno conferito le loro divisioni reti in Nokia Siemens Network (atteso un fatturato annuo di 15,8 mld di euro) e la nota di Nokia sull'operazione lascia adito a pochi dubbi, definendola "la scelta migliore per costruire un portafoglio di attività con la diversificazione necessaria a fronteggiare la concorrenza globale".

AOL Europe ha disinvestito in chiave strategica vendendo il proprio internet provider AOL Deutschland a Telecom Italia, alla ricerca di business profittevoli in grado di compensare la fine della posizione di monopolista.

A Marzo hanno annunciato la fusione AT&T e Bell South; l'operazione non solo ha consolidato le posizioni di mercato della nuova nata nella telefonia fissa, mobile, in internet e nella TV via cavo, ma ha dichiarato 18 mld di dollari di sinergie attese (risparmi sui costi, maggiori ricavi, miglioramento del cash-flow etc...).

Se da un lato le motivazioni sono l'argomento portante di questo paper, ritengo interessante elencare anche le possibili cause di insuccesso delle acquisizioni, perché paradossalmente nascono insieme alle motivazioni all'acquisto. Ma non vengono viste. Estremizzando possiamo dire che un'acquisizione è spinta da potere di mercato e/o obiettivi finanziari, elementi attinenti alla sfera dell'azienda, mentre i fallimenti sono quasi tutti causati da incapacità manageriale, elemento attinente alla sfera dell'individuo o del gruppo di individui.

In concreto stiamo parlando di valutazione eccessivamente ottimistica delle potenzialità di mercato, sopravvalutazione delle sinergie conseguibili e incapacità di gestire la fase di integrazione post acquisizione.

Secondo i dati (aggiornati al 2003) dell'Osservatorio M&A Findustria, è possibile individuare un'altra "tassonomia" delle principali motivazioni delle acquisizioni, che in ordine di importanza decrescente, sono: potere di mercato, investimento finanziario, rafforzamento della quota detenuta, estensione di prodotto, alleanza strategica, integrazione verticale, diversificazione, sinergie produttive, sinergie commerciali.

Anche secondo questa "classifica" il potere di mercato rappresenta un elemento determinante, ma è interessante che il secondo posto sia detenuto dall'investimento finanziario, un segnale che avremmo potuto cogliere già diversi anni fa della crescente importanza dei fondi di investimento.

Una definizione di private equity non è oggetto di questo articolo, ma per inquadrare i contorni dell'argomento è possibile dire che non è un'attività tipizzata, bensì vi rientrano infinite tipologie di operazioni condotte da diversi tipi di soggetti.

L'elemento comune è l'investimento in capitale di rischio: in pratica apporto di capitale da parte di operatori specializzati, in un ottica di medio – lungo periodo, effettuato soprattutto verso imprese non quotate e finalizzato allo sviluppo delle stesse, all'aumento del loro valore e alla possibilità di realizzare un capital gain a seguito della dismissione della partecipazione; quindi un'impresa industriale che acquista un concorrente per fondersi e crescere non fa private equity, perché l'orizzonte temporale è indeterminato e l'obiettivo non è cercare un capital gain; potrebbe sorgere il dubbio che si tratti di private equity qualora un'azienda acquisti un operatore non appartenente allo stesso settore (cioè l'investimento potrebbe avere come scopo principale l'aspetto finanziario), ma non intendiamo focalizzarci su questo aspetto.

I soggetti che possono definirsi private equity investor in genere sono:

- ✓ Merchant bank o divisione specialistica di banca
- ✓ Fondi mobiliari chiusi sovranazionali o internazionali
- ✓ Fondi mobiliari chiusi locali o regionali
- ✓ Finanziarie di partecipazioni private
- ✓ Finanziarie pubbliche
- ✓ Business angels

Un elemento identificativo dell'attività di un private equity investor è l'esecuzione di alcune azioni: organizzative, quali per esempio l'introduzione di nuovi sistemi di reporting, la modifica degli stili manageriali, l'avvio di piani di stock option per motivare il management, la costituzione di un nuovo "leadership team", l'eventuale sostituzione del management e rimodulazione / ristrutturazione degli organici etc...; azioni di business quali il riorientamento strategico, la scelta di nuovi prodotti o target di clientela, l'adozione di nuove politiche di mktg, il potenziamento delle reti di vendita etc...; infine azioni tipicamente finanziarie, come per esempio ristrutturazione del passivo, rinegoziazione del debito, richiesta di write-off di alcuni debiti, modifica o cancellazione di eventuali covenants, miglioramento nella gestione del cash flow, aumento dell'attenzione sulle determinanti della generazione di cassa, potenziamento del sistema di sollecito e incasso, ridefinizione dei termini di pagamento dei clienti / fornitori, controllo della rotazione delle scorte etc....

In Europa le operazioni svolte su imprese nella fase di avvio del ciclo di vita si definiscono venture capital, quelle nella fase successiva alla fase di avvio semplicemente private equity; gli americani, terminologicamente preferiscono la distinzione tra venture capital (stadio iniziale del ciclo di vita) e buy-out (qualsiasi momento successivo) e il tutto viene definito private equity.

Osservando il rapporto tra ciclo di vita delle imprese e tipologie di intervento di private equity viene "conciata" un'altra classificazione: stadio iniziale, suddiviso in sperimentazione (seed financing) e avvio (start-up financing), sviluppo (expansion financing), espansione e maturità (buy-out e replacement capital).

Infine, per completezza di riassunto terminologico è opportuno spiegare che il termine "carve-out" viene utilizzato quando il target è costituito non da una società indipendente, bensì dal ramo di azienda o da una divisione di un'altra impresa già esistente; è uno dei contesti più sfidanti del private equity, dal momento che individuare e scorporare il valore di una divisione integrata operativamente e finanziariamente in un business più complesso e consentirle di operare autonomamente rappresenta un esercizio ancora più difficile.

Le motivazioni di acquisto di un private equity investor sono legate all'utile realizzabile in sede di disinvestimento, la cui massimizzazione è l'obiettivo ultimo. Si tratta di una semplificazione, dal momento che il fondo acquista, a seconda delle risorse disponibili, più aziende nel tempo, gestendo un vero e proprio portafoglio, le cui logiche di costruzione influiscono sulle motivazioni di acquisto. Esistono infatti operatori specializzati per settore di appartenenza delle potenziali target, o per fasi del ciclo di vita delle stesse, o per aree geografiche o per una combinazione di questi e altri criteri.

A seconda dei criteri, gli approcci all'azienda target e il tipo di "valore ricercato" possono essere completamente diversi. Questo porta a metodi valutativi diversi (prevalentemente patrimoniali o economici o misti): basati sugli asset in genere, sugli asset che consentiranno di generare profitti futuri o, infine, sul solo flusso di profitti futuri.

Si descrive l'esempio di un fondo che ha acquistato un'azienda in crisi operante nel settore dei beni durevoli di lusso, e che utilizza il primo metodo, cioè predilige il calcolo del valore degli asset (in concreto determina il valore di mercato degli asset iscritti a bilancio, valuta e somma al precedente addendo un valore degli intangibile e rettifica il risultato in funzione di eventuali badwill stimati per appianare e risolvere le inefficienze presenti).

In quale direzione ha guardato il fondo? Dove ha cercato valore? In primo luogo in alcuni fattori soft: un marchio conosciuto e quindi difficile o impossibile da ricreare a breve; l'appartenenza al settore dei beni di lusso che notoriamente presenta alti margini; la possibilità di estendere il marchio all'accessoristica, elemento ancora non sfruttato; il trend di mercato di tali prodotti di lusso era in crescita a livello mondiale. Addentrandosi nelle specificità aziendali, l'azienda target godeva di un buon libro ordini e di un magazzino immobilizzato presunto obsoleto che si riteneva invece smobilizzabile in tempi brevi con gli opportuni accorgimenti commerciali; inoltre l'azienda era

proprietaria sia del marchio che di immobili e impianti che avrebbe potuto vendere anche separatamente e, in ogni caso, avrebbero rappresentato elementi di garanzia per futuri finanziamenti; gli impianti erano sufficientemente moderni da non richiedere elevate necessità di capital expenditures; il network di vendita era buono. Per la cronaca le inefficienze si annidavano nel processo produttivo, nella gestione delle risorse umane e nella logistica.

Il fondo ha acquistato, lanciato un piano di ristrutturazione e di incremento della produzione (migliore spalmatura dei costi fissi), ha migliorato la logistica operando scelte di delocalizzazione appropriate, ha sostituito il management ed ha ottenuto ottimi risultati.

Per quanto riguarda lo scenario futuro è evidente che la presenza sul mercato di liquidità e facilità di credito, agevolate dai bassi tassi di interesse può continuare a fare da motore all'attività di acquisizione. Anche un parziale venir meno di tali precondizioni, comunque non pregiudica il permanere delle motivazioni di base (ricerca del potere di mercato e investimento finanziario) di aziende, banche e private equity investor. Anzi già si assiste allo sviluppo dei cd fenomeni di "club deal" cioè l'associazione di due (o più) fondi di private equity finalizzata a portare a compimento operazioni di imponenti dimensioni. Non può inoltre considerarsi secondario l'impatto di normative fiscali agevolative che alcuni paesi hanno avviato o stanno studiando, mirate a far confluire capitali ed investimenti, anche se è probabile che tali azioni verranno mitigate dall'intervento delle autorità antitrust in difesa di aumenti del potere di mercato a pregiudizio della concorrenza.