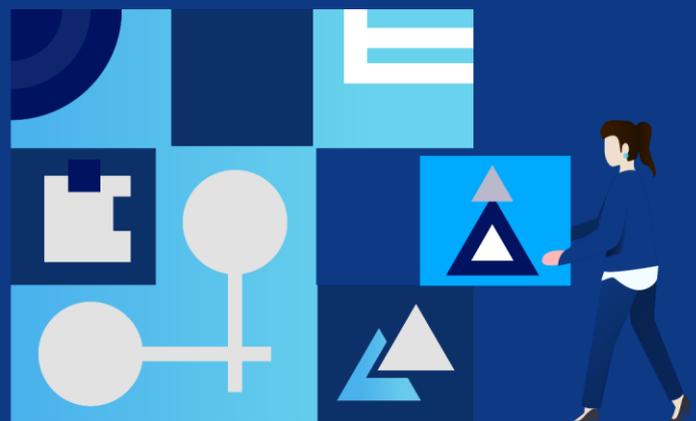

Riflessioni su 15 anni di M&A

di Filippo Guicciardi e Brian O'Hare

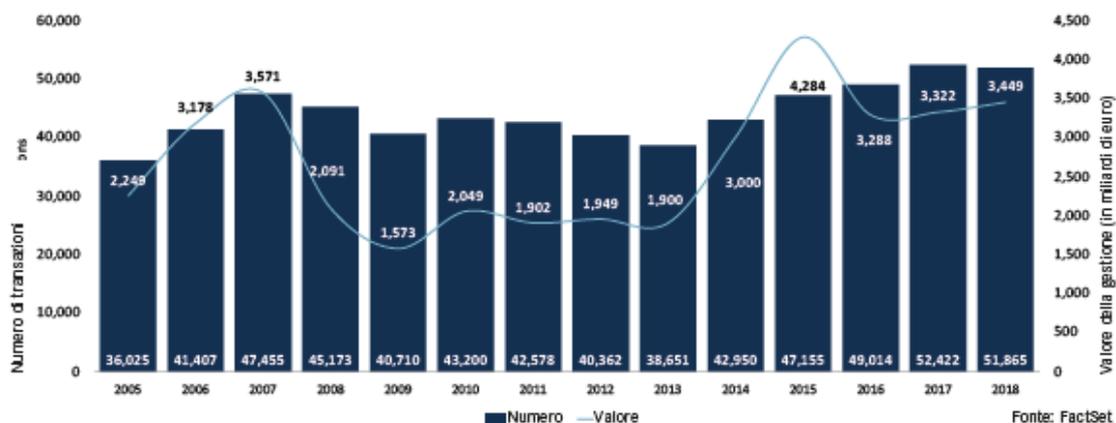
I cambiamenti più significativi nell'M&A dal 2005 ad oggi nell'esperienza di K Finance - Clairfield International



Dalla fondazione di Clairfield Partners a Ginevra nel 2005 (ora Clairfield International) il mercato delle fusioni e delle acquisizioni è quasi costantemente cresciuto anche se sia il numero sia il volume delle operazioni concluse continuano ad essere ciclici nel corso degli anni. I principali problemi che i clienti sell-side di Clairfield affrontano con un'operazione di M&A continuano ad essere la mancanza di successione, la necessità di liquidità e di pianificazione patrimoniale, la rifocalizzazione sul core business e, in alcuni casi, le divergenze di opinione tra gli azionisti. Dal lato buy-side si osserva che la spinta all'M&A deriva da: necessità di crescita esterna per raggiungere gli obiettivi strategici, necessità di rafforzare la presenza in alcuni mercati o segmenti, consolidamento di alcuni mercati. Inoltre, lo sviluppo dei fondi di private equity testimonia l'importanza degli investitori finanziari nel processo di consolidamento industriale.

Nell'ambito delle celebrazioni per il 15° anniversario, Clairfield ha intervistato i partner del Gruppo in tutto il mondo e ha posto loro una semplice domanda: **che cosa è cambiato di più nell'M&A negli ultimi 15 anni?** Quanto segue riflette il punto di vista di molti senior partner che hanno operato negli ultimi 15 anni o più in alcune delle centinaia di operazioni che gli uffici Clairfield International hanno seguito dal 2005 ad oggi.

Volume e valore delle fusioni e delle acquisizioni in tutto il mondo, 2005-2018



Crescita del mercato mondiale

L'attività globale di M&A è passata da 32.000 operazioni nel 2004 a quasi 50.000 nel 2019, con un aumento di circa il 50%. Il valore delle transazioni è quasi raddoppiato, passando da 2,1 trilioni di dollari a 4 trilioni di dollari. Si tratta di cifre in forte crescita in entrambi i casi e un chiaro segno che l'M&A è diventato uno strumento strategico sia per il management sia per gli azionisti. Anche il numero delle operazioni cross border è aumentato da 9.000 a 14.000 all'anno, con un valore delle operazioni passato da 600 miliardi di dollari a 1,5 trilioni di dollari.

Private Equity

Il private equity è cresciuto molto dal 2005. All'epoca c'erano poco più di 1.700 fondi di private equity attivi sul mercato. Questo dato è cresciuto fino a superare i 5.400 alla fine del 2018. Sono nati molti operatori specializzati e di nicchia. Nello stesso periodo, il patrimonio gestito è passato da 700 miliardi

di dollari a 3,5 trilioni di dollari nel 2018, quintuplicando la cifra, con ancora 2,4 trilioni di dollari da investire. Nel 2005 il private equity ha chiuso poco più di 1.800 operazioni per un valore totale di poco più di 300 miliardi di euro, mentre oggi se ne chiudono circa 4.000 all'anno.

I fondi di private equity investono in settori in crescita, che necessitano di consolidamento e in piattaforme "buy-and-build", generando di conseguenza un aumento dell'attività di M&A. I fondi si sono specializzati: large cap, mid cap e small cap che investono in operazioni che vanno da pochi milioni di euro di "enterprise value" a oltre 10 miliardi. È anche interessante notare che tra il 2006 e il 2017, mentre il numero di società quotate sui mercati maturi è diminuito del 16%, i fondi di private equity hanno aumentato il loro portafoglio del 106%.

La conseguenza è che **oggi gli imprenditori capiscono il PE meglio di 15 anni fa**. È sparita l'immagine di Gordon Gekko che cercava di conquistare con aggressività un'azienda a conduzione familiare. Il private equity ha in genere adottato un approccio più amichevole, cercando di "collaborare" con le famiglie e con il management. Con così tanta potenza di fuoco a disposizione, i fondi di private equity continueranno sicuramente a svolgere un ruolo significativo nell'alimentare l'attività di M&A.

Globalizzazione

La globalizzazione è ormai un dato di fatto per le aziende grandi e piccole. Dal 2004 il commercio globale di beni e servizi è più che raddoppiato raggiungendo i 25 mila miliardi di dollari ed è ora pari al 30% del PIL mondiale. La globalizzazione ha avuto un impatto importante su ogni imprenditore che oggi deve avere una massa critica per poter competere sul mercato globale. La tipica azienda familiare è ora troppo piccola per competere a livello globale e deve decidere se crescere o se limitarsi ad essere un attore in una nicchia difendibile. Questa è una motivazione molto forte per gli imprenditori per parlare di M&A. Clairfield incontra oggi aziende a conduzione familiare che non avrebbero mai osato intraprendere un'acquisizione 15 anni fa. Gli imprenditori si sono resi conto di ciò che le grandi aziende quotate in borsa fanno da tempo: **l'M&A è uno strumento strategico fondamentale che permette di raggiungere rapidamente i loro obiettivi e di sconfiggere i concorrenti**.

Il ricambio generazionale

Nell'Europa del secondo dopoguerra, la maggior parte degli imprenditori era interessata a creare un'azienda che fosse rispettata e avesse un posto di rilievo nella propria comunità. Erano riluttanti a vendere e avevano paura di ciò che la gente avrebbe potuto dire, soprattutto nel caso di chiusure di stabilimenti che avrebbero potuto danneggiare le loro comunità. Gran parte delle decisioni erano dettate da aspetti psicologici più che razionali. Questi imprenditori di prima generazione sono ormai in età avanzata, potrebbero non avere un successore e devono pensare alla stabilità a lungo termine che un nuovo proprietario può dare ai propri dipendenti e clienti. Effettivamente le cose sono cambiate per le aziende a conduzione familiare negli ultimi quindici anni. Le generazioni più giovani, ora tra i quaranta e i sessant'anni, sono più consapevoli, capiscono le sfide che si presentano e capiscono che le partnership con investitori finanziari possono rendere le imprese più forti. Sono molto più aperti a decisioni razionali basate sui numeri e sulle prospettive. Potremmo anche dire che **nel 2005 gli imprenditori reputavano l'M&A davvero finanza "straordinaria", mentre oggi è davvero un argomento all'ordine del giorno**.

Tecnologia

La tecnologia ha rivoluzionato molti aspetti della nostra vita e anche il modo in cui i processi di M&A sono strutturati e gestiti. L'utilizzo delle mail al posto dei fax ha accelerato enormemente le negoziazioni. Le Data Room Virtuali hanno reso la due diligence meno intrusiva e più completa e le Data Room fisiche appartengono al passato. La tecnologia riduce le distanze e mentre le call non sostituiranno mai le visite in loco, le videoconferenze di alta qualità consentono ad acquirenti e venditori di sviluppare più rapidamente un rapporto di fiducia e conoscenza reciproca.

Disponibilità delle informazioni

L'avvento di Internet significa che le informazioni sono sempre più disponibili, anche se è necessaria una guida per assicurarsi che siano quelle giuste. Come diceva un vecchio professore, "le domande sono grandiose, ma le domande giuste sono ancora meglio". La due diligence può essere condotta in modo più rapido e sicuro. L'identificazione di potenziali acquirenti o investitori non richiede più l'accesso a database proprietari o costosi. Inoltre, l'analisi della concorrenza è diventata più profonda e completa, con il risultato di un **processo decisionale migliore e più tempestivo da entrambi i lati del tavolo delle trattative**. Le informazioni sulle operazioni sono ampiamente disponibili. Una maggior conoscenza dei multipli di mercato semplifica e facilita le negoziazioni.

Convergenza tra Europa e Nord America nell'attività di M&A

L'esecuzione di operazioni di M&A in Europa e Nord America continua a presentare differenze fondamentali, ma negli ultimi 15 anni abbiamo assistito a una certa convergenza. Alcune differenze fondamentali, come gli "asset deal" versus gli "share deals" (questi ultimi più comuni in Europa), sono legate prevalentemente alla normativa fiscale. Gli SPA in Europa negli ultimi 15 anni hanno iniziato ad assomigliare di più a quelli nordamericani, nonostante il fatto che la maggior parte dei codici civili europei fornisca maggiore protezione ad entrambe le parti. Le R&W sembrano seguire ora modelli simili su entrambe le sponde dell'Atlantico, anche se con lievi differenze basate su usi e normative differenti. Le assicurazioni R&W e le "locked-box" sono probabilmente più diffuse in Europa. La non concorrenza e la non sollecitazione dei dipendenti sono ormai procedure operative standard negli SPA e subito accettate dai venditori.

"Locked-box" vs. aggiustamento prezzo

Si è assistito ad un netto aumento nell'M&A europeo nell'uso del **metodo della "locked-box" per gestire la definizione del prezzo d'acquisto** invece del più tradizionale approccio dell'aggiustamento prezzo post closing, che crea una certa ansia da incertezza nei venditori. La maggior parte di questi aggiustamenti sono legati all'ammontare del capitale circolante al closing. Poiché molte aziende di medie dimensioni hanno poca esperienza nella stima del capitale circolante, i venditori temono di dover restituire parte del prezzo. Inoltre l'aggiustamento prezzo post closing può richiedere diversi mesi. Il metodo "locked-box" permette comunque di effettuare alcuni pagamenti, contrattualmente consentiti, nell'interim period prima del closing. **La certezza del prezzo alleggerisce gran parte della tensione**

che circonda un closing e, di conseguenza, il metodo della “locked-box” è sempre più popolare tra i venditori.

Assicurazione R&W (Representations and Warranties)

Quando i venditori cedono, in genere devono garantire che non vi siano passività nascoste o non ancora evidenziate in bilancio. I venditori rilasciano dichiarazioni (Representations) che non esistono passività nascoste e rilasciano una garanzia (Warranties) che se una passività dovesse manifestarsi dopo il closing, se ne faranno carico. Ciò significa che devono impegnarsi a indennizzare l'acquirente nel contratto di compravendita. Spesso, come polizza “assicurativa”, l'acquirente richiederà una garanzia reale a sostegno degli impegni presi. Tale garanzia reale assume tipicamente una delle tre forme seguenti: ritenzione di una parte del prezzo, escrow account e fidejussione bancaria, il tutto soggetto ad un complesso meccanismo di diritti e ad una limitazione temporale. Negli ultimi 15 anni **il settore assicurativo ha sviluppato un prodotto ad hoc per sostituire questo tipo di garanzie, in modo che i venditori possano riscuotere interamente il prezzo al closing** e non debbano preoccuparsi di ricevere una telefonata dal loro avvocato che li informi che c'è stato un problema. L'assicurazione non è molto economica, ma la tranquillità non lo è mai. Ai fondi di private equity piace il prodotto perché semplifica loro la gestione dell'attività di post closing. Ci si aspetta un'ulteriore crescita in futuro delle polizze R&W.

Vendor Due Diligence

La due diligence in un modo o nell'altro esiste da sempre. Quando una società si quota in borsa o emette un'obbligazione, la banca di riferimento conduce una due diligence sui rischi che emergano possibili passività. La due diligence è diventata da anni una prassi standard per gli acquirenti anche nelle operazioni che coinvolgono società private. L'acquirente paga per la due diligence, che viene redatta a suo esclusivo beneficio, e in cambio chiede l'esclusiva per un certo periodo di tempo. Negli anni 2000, le società di revisione hanno iniziato a vendere un servizio in base al quale un venditore poteva effettuare una due diligence preventiva, quindi una **vendor due diligence**. Questo cambiamento permette al venditore di non concedere l'esclusiva fino all'approssimarsi del closing, consentendo agli advisor di condurre aste competitive volte alla massimizzazione del prezzo.

Mercato del venditore

Negli anni '90 del secolo scorso chi aveva i soldi stabiliva le regole nelle operazioni di M&A. Ma **con la crescente sofisticazione del processo di M&A, in questa fase sono i venditori a dettare le regole**. Il processo viene deciso dal venditore e dai suoi consulenti che ne stabiliscono la tempistica. Mentre una volta i contratti venivano redatti dai compratori in una fase avanzata del processo, oggi sono sempre più spesso i legali del venditore a redigere la prima bozza di contratto, non infrequentemente in una fase ancora iniziale del processo. Ciò è in gran parte possibile grazie all'aumento del numero di offerenti, sia private equity sia compratori industriali. Negli ultimi 15 anni abbiamo visto come il processo di vendita si sia evoluto a favore dei venditori e per ora non ci sono segnali di cambiamento.

Utilizzo degli Advisor

In passato, il venditore cercava un nome noto, una banca o un professionista locale per vendere la propria azienda perché non immaginava che esistesse un'alternativa. Questo li portava a scegliere una banca Tier 1, ma poi lavoravano con il team B o C della banca e non ottenevano l'attenzione adeguata, generando risultati deludenti. Ciò ha aperto una finestra di opportunità per i banker più intraprendenti, desiderosi di uscire da un ambiente ingessato e regolamentato e creare attività indipendenti di consulenza finanziaria in grado di fornire un servizio personalizzato di alto livello a tutti i clienti. Le **Boutique di M&A** sono fiorite e si sono moltiplicate dall'inizio degli anni 2000 in tutti i principali mercati sviluppati in Europa e nelle Americhe con evidenti vantaggi per i clienti. Le aziende familiari sono oggi molto più esperte in materia di finanza straordinaria e hanno accesso a migliori opportunità consulenziali. A causa dell'aumentata concorrenza i clienti naturalmente tendono anche ad essere più esigenti nella scelta dell'advisor. I clienti richiedono esperienza di settore, vogliono conoscere il track record e negoziano strutture di remunerazione molto incentivanti in base al successo dell'operazione. I clienti cercano Advisor in grado di concludere transazioni in tutto il mondo, ma in grado di comprendere la cultura e le specificità locali. Ciò significa che le società di advisory hanno dovuto differenziarsi puntando sulla competenza settoriale e sulla presenza internazionale.

Nel 2005 la gran parte degli uffici di Clairfield erano giovani o poco conosciuti. Oggi molti di questi e di quelli che si sono aggiunti negli anni, sono tra i leader nel midmarket nei rispettivi mercati. Questo significa che è molto più facile parlare con gli imprenditori: quando chiamiamo con un'idea, loro rispondono.

Articolo pubblicato in Clairfield Annual Outlook 2020, pp.4-7



Filippo Guicciardi è socio fondatore e CEO di K Finance (Clairfield Italia) e Clairfield International. È specializzato in processi di M&A nei settori tessile, farmaceutico, meccanico, logistico e delle macchine utensili, nonché nell'industria del private equity.

È tra i fondatori del "Tavolo M&A" di AIFI, l'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt. Filippo fa parte del consiglio di amministrazione di Clairfield International, di cui è il CFO.



Brian O'Hare è socio fondatore di Clairfield Spain e Clairfield International. È stato advisor, tra l'altro, in operazioni immobiliari, di healthcare, servizi alle imprese, istituzioni finanziarie e trasporti. Brian scrive spesso articoli sull'M&A e sul business internazionale. Attualmente è il primo vice-presidente della Camera di Commercio Americana in Spagna ed è membro dell'Istituto di Venture Capital in Spagna. Brian fa parte del consiglio di amministrazione di Clairfield International.