

Vertical

Horizontal

OSSERVATORIO M&A 2017-2018

Extension

**Gruppo di Lavoro M&A
AmCham Italy**

White Paper

Febbraio 2019

Vertical



OSSERVATORIO M&A 2017-2018

Gruppo di Lavoro M&A

White Paper

Febbraio 2019

American Chamber of Commerce in Italy



INDICE

PREMESSA	5
INTRODUZIONE	6
OBIETTIVI DEL GRUPPO DI LAVORO.....	6
METODOLOGIA.....	7
2. IL GRUPPO DI LAVORO M&A	8
3. SINTESI E PRINCIPALI CONSIDERAZIONI	9
4. IL CONTESTO MACROECONOMICO	12
L'ITALIA NEL 2017-2018.....	12
GLI STATI UNITI NEL 2017-2018.....	14
5. IL CONTESTO POLITICO	15
LA NUOVA GEOGRAFIA POLITICA DOPO LE ELEZIONI ITALIANE DEL 4 MARZO 2018.....	15
L'ITALIA AL VOTO TRA CRESCITA, ATTRATTIVITÀ E PROBLEMATICHE STRUTTURALI.....	15
IL RISULTATO ELETTORALE	16
UN NUOVO BIPOLARISMO ALL'INTERNO DELLA MAGGIORANZA GOVERNATIVA.....	17
PRIMI PROVVEDIMENTI DEL GOVERNO GIALLOVERDE.....	17
LA LEGGE DI BILANCIO 2019	19
IL 2017 DI TRUMP E LE MIDTERM ELECTIONS	21
2017: A DISRUPTIVE PRESIDENT	21
2018: MIDTERM ELECTIONS.....	23
6. IL CONTESTO GIURIDICO	25
IL CONTESTO GIURIDICO IN ITALIA: LE RIFORME CHE HANNO SPINTO GLI INVESTIMENTI	25
IL CONTESTO GIURIDICO NEGLI STATI UNITI: GLI EFFETTI DELLA PRESIDENZA TRUMP	
SULL'ATTIVITÀ DI M&A	29
7. M&A: USA E ITALIA NEL CONTESTO GLOBALE	32
OUTLOOK DELLE OPERAZIONI DI M&A ITALIA /USA 2017.....	32
FOCUS SULLE OPERAZIONI INBOUND	35
FOCUS SULLE OPERAZIONI OUTBOUND	36
OPERAZIONI DI M&A ITALIA /USA 2018.....	38
8. PERCHÉ LE IMPRESE ITALIANE INVESTONO NEGLI USA	41



PREMESSA

La competitività di uno Stato non si valuta solo dalla capacità produttiva delle proprie imprese, ma anche dai capitali che è in grado di attrarre e dalle politiche di supporto all'internazionalizzazione per competere nel panorama globale. In quest'ottica le aziende che fanno M&A crescono maggiormente sia in termini di utili che di ricavi rispetto a quelle che optano per altre strategie di espansione.

Dato il contesto pienamente globale che le caratterizza, le attività di M&A, se opportunamente sviluppate, rappresentano un acceleratore del percorso di crescita delle imprese, che così possono introdursi in un mercato, espandersi o guadagnare competenze tecnologiche, *know-how*, reti distributive e logistica.

Alla luce di ciò, il Gruppo di Lavoro M&A dell'American Chamber of Commerce in Italy ha avviato il suo studio per analizzare il trend del flusso di investimenti tra Italia e Stati Uniti, rilevando una progressiva crescita delle operazioni *outbound* e una concentrazione settoriale delle operazioni *inbound*.

Questa analisi, sviluppata secondo una prospettiva economico-finanziaria, legale e strategica, ha fornito una *overview* degli investimenti a stelle e strisce in Italia e della crescente attrattività degli Stati Uniti per gli imprenditori italiani desiderosi di internazionalizzare il proprio business. Lo studio ha inoltre evidenziato come sia oggi fondamentale promuovere le eccellenze italiane nel mondo, e far leva su di esse per muovere interessi e capitali da oltreoceano.

Partendo da questa prima edizione, il Gruppo di Lavoro M&A mira quindi a monitorare con continuità l'andamento del flusso di *deal* tra Italia e USA, garantendo un costante aggiornamento del trend e ricostruendone la tendenza storica, anche attraverso l'approfondimento del *rationale* di specifiche operazioni.

Il costante dialogo tra i partecipanti allo studio ha consentito di individuare alcune macro-linee di azione utili a incrementare l'attrattività reciproca tra due economie altamente interconnesse come quella italiana e americana. Per realizzare questa crescita è necessario elaborare una chiara visione volta ad accogliere ancora più investitori americani in Italia e a favorire e supportare maggiormente le nostre imprese ad acquisire asset strategici negli Stati Uniti.

Ci auguriamo che i risultati di questo lavoro possano fornire utili stimoli per i *policy-maker* italiani, gli associati della Camera e il mondo delle imprese in un'ottica più allargata.

Buona lettura.



Simone Crolla

Consigliere Delegato – American Chamber of Commerce in Italy



INTRODUZIONE

AmCham è attenta alle novità e alle esigenze del mondo economico e ne segue gli sviluppi con costante attenzione, con l'ambizione di proporsi come *door opener* qualificato e aggiornato in grado di cogliere le nuove sfide che l'asse transatlantico pone quotidianamente. A testimonianza di ciò, sono sorti nel corso degli anni numerosi nuovi Gruppi di Lavoro come risposta ai fenomeni emergenti e ai trend del futuro.

Negli ultimi anni, si è registrato un notevole incremento del numero di acquisizioni di marchi storici del *Made in Italy* da parte di capitali esteri che ha contribuito ad accrescere una sensazione di minaccia alla sovranità economica del nostro sistema produttivo dovuta alla crescente presenza di investitori stranieri alla guida di aziende italiane.

Questa sensazione non può, tuttavia, far passare in secondo piano il fatto che i flussi di investimento verso il nostro Paese possano portare in dote opportunità di sviluppo, crescita e innovazione. È infatti utile considerare quanto le stesse aziende *Made in Italy* siano spesso protagoniste di investimenti e incorporazioni di società estere attraverso operazioni di M&A che, per le grandi corporation, rappresentano una delle principali modalità per espandersi *cross-border*. Non bisogna neppure dimenticare che anche le aziende a gestione familiare, che costituiscono una parte consistente del tessuto imprenditoriale italiano, si rendono protagoniste di acquisizioni all'estero con l'obiettivo di perseguire una crescita dimensionale volta a supportare il proprio business nei principali mercati di riferimento.

Alla luce di questi fattori, AmCham ha dato vita nel 2018 al nuovo Gruppo di Lavoro dedicato all'M&A. Coordinatore del Gruppo è l'Avv. Antonio Pedersoli, Equity Partner di Pedersoli Studio Legale, mentre Co-coordinatori sono Alessandro Iozzia, Partner di Brunswick e Bruno Marino, Senior Relationship Manager – EMEA di Mergermarket.

OBIETTIVI DEL GRUPPO DI LAVORO

Gli obiettivi che il Gruppo di Lavoro si propone di perseguire sono molteplici.

Scopo primario è definire i fattori strategici più importanti che favoriscono o disincentivano le operazioni di M&A. Il Gruppo di Lavoro si è dunque focalizzato sull'analisi e l'elaborazione di un apposito database¹ costruito da Mergermarket, attraverso l'individuazione di indicatori qualitativi e quantitativi che hanno rappresentato i principali parametri impiegati per le analisi prodotte. Questa struttura verrà aggiornata di anno in anno per consentire il monitoraggio

1. Criteri del Database: Dati basati sulla data dell'annuncio delle transazioni escludendo quelle in seguito annullate; Includere tutte le transazioni con un valore minimo di \$5m. Se il valore della transazione non è disponibile sono state inserite transazioni dove il turnover della società target è oltre i \$10m; Sono incluse tutte le transazioni con una acquisizione minima del 30% dell'intero share capital (alcune eccezioni per transazioni con valore superiore a \$100m o \$500m).

dell'andamento del flusso di deal tra Italia e USA.

Le attività del Gruppo di Lavoro si sono poi concretizzate nell'elaborazione di un primo rapporto sullo stato delle operazioni M&A sull'asse transatlantico nel biennio 2017-2018, che include una serie di proposte e raccomandazioni volte a supportare la creazione di un contesto ancora più favorevole.

Nel corso del 2019, il Gruppo di Lavoro M&A intende fornire anche un'analisi qualitativa di alcuni specifici investimenti, attraverso la verifica e valutazione di quale sia stato l'andamento delle imprese dopo l'acquisizione in termini di risultati, di cambiamenti organizzativi, dell'impatto sull'indotto in termini di filiera, di posti di lavoro generati e di altri fattori da definirsi sui singoli casi, così da far emergere il valore aggiunto (non necessariamente solo economico) generato dalle operazioni *cross-border*.

METODOLOGIA

Le attività del GdL M&A sono state articolate in tre Sottogruppi di Lavoro, secondo la specifica competenza: strategica, legale ed economico-finanziaria. Ciò ha consentito, da un lato, di svolgere attività di ricerca, elaborazione e analisi maggiormente mirate e approfondite; dall'altro lato, ha permesso di condurre le iniziative del GdL M&A con un approccio multidisciplinare che vuole rappresentare una prospettiva diversa nell'indagine dei processi di fusione e acquisizione.

A questa analisi quantitativa e qualitativa del database che ricostruisce il trend di investimenti nel biennio, è stata affiancata una lettura del contesto politico e macroeconomico volto a dare maggior respiro all'ambito di ricerca. Alla base è stata svolta anche una preliminare fotografia del quadro normativo vigente, italiano e americano. Il processo di valutazione si è contraddistinto per l'approccio comparato, che ha fatto leva sulla naturale proiezione transatlantica di AmCham e sulla dimensione internazionale delle aziende partecipanti.



2. IL GRUPPO DI LAVORO M&A

Bank of America
Merrill Lynch

BRUNSWICK

CARNELUTTI
LAW FIRM

citi

DUFF & PHELPS
Protect, Restore and Maximize Value

EQUITA

FONDO ITALIANO
D'INVESTIMENTO

Goldman
Sachs

INTESA  **SANPAOLO**

J.P.Morgan

 **KORN FERRY**

Legance
AVVOCATI ASSOCIATI

LINCOLN
INTERNATIONAL

LONG
TERM
PARTNERS

Mergermarket
An Acuris company

orrick

PARTNERS
CONSULENTI E PROFESSIONISTI ASSOCIATI

PEDERSOLI
STUDIO LEGALE

RUCELLAI&RAFFAELLI
STUDIO LEGALE

sace simest
gruppo cdp

3. SINTESI E PRINCIPALI CONSIDERAZIONI

Quella statunitense è tuttora la prima economia mondiale. In termini dimensionali, di capacità di investimento, di *know-how*, di tecnologia e di contesto regolatorio. Da un punto di vista italiano si può dunque ben guardare al flusso delle operazioni *cross-border* Italia-USA come a un indicatore fondamentale della salute della nostra economia.

Il tessuto economico italiano è costituito in molti casi da realtà aziendali che, pur rappresentando eccellenze nei settori di appartenenza, sono spesso caratterizzate da dimensioni relativamente limitate o comunque inferiori a quelle dei rispettivi concorrenti internazionali.

Le operazioni *Inbound* possono pertanto costituire una opportunità per queste aziende, permettendo, in molti casi, di trasformare *'family-owned business'* in *player* globali, senza perdere l'identità e l'essenza italiana dell'azienda. L'ingresso di nuovi investitori può portare notevoli benefici non solo in termini di capitali, ma anche di nuove capacità manageriali e *governance* più efficaci nella gestione d'impresa.

Le operazioni *Outbound* consentono, a loro volta, alle aziende italiane più ambiziose un percorso rapido di accesso a mercati più ampi e competitivi, innescando un circolo virtuoso di rafforzamento e crescita difficilmente replicabile per via organica.

Questo premesso, l'analisi dei dati, compiuta dal Gruppo di Lavoro, ha evidenziato una serie di fenomeni:

1. Il numero di operazioni *Inbound* e *Outbound* tra Italia e USA è simile, quando si escludano le operazioni compiute da un soggetto finanziario. Data la sproporzione tra le due economie, questo dato sembra suggerire che esista un forte potenziale per attrarre maggiori investimenti strategici dagli USA. Contemporaneamente, l'assenza di acquisizioni di aziende americane da parte di fondi italiani, consiglierebbe forse la necessità di supportare, anche a livello di sistema, la nascita di soggetti maggiormente in grado, per dimensioni e competenze, di operare su scala globale.
2. Le operazioni *Inbound* da USA a Italia sono concentrate in termini di settore (industria, servizi, Telecom e media). La capacità di far percepire le eccellenze del Paese sembra cruciale per attrarre interessi e capitali da oltre oceano.
3. Le operazioni *Outbound* da Italia a USA tendono, con poche notevoli eccezioni, a riguardare target molto piccoli in termini dimensionali col rischio conseguente che sia anche limitata la scala dei benefici.
4. La quasi totalità delle operazioni *cross-border*, a oggi, riguarda l'acquisizione di maggioranze nelle aziende target. Favorire anche gli investimenti "di minoranza" appare cruciale per aumentare il flusso di investimenti e promuovere la creazione di partnership



tra due diverse realtà, che possano potenzialmente portare alla creazione di sinergie commerciali, produttive e manageriali.

5. Il volume di operazioni *cross-border*, in forte sviluppo dal 2013 al 2017, sembra registrare una battuta di arresto nel 2018. Difficile non porre questo fenomeno in relazione a un mutato contesto – reale o percepito – delle due economie. Nel 2019, date le aspettative macroeconomiche poco favorevoli, occorrerà aumentare di molto il focus sull’M&A per difendere i livelli raggiunti storicamente e possibilmente riattivare il percorso di crescita.
6. L’attrattività delle imprese italiane per gli investitori esteri è in genere legata alla qualità dei prodotti e servizi che possono offrire. Le imprese più profittevoli tendono a essere ben diversificate in termini di percentuale di *revenues* generate all’estero e vengono anche premiate da valutazioni migliori nel caso siano quotate. Più raramente imprese di questo tipo sono oggetto di acquisizioni “speculative” e invece spesso sono inserite all’interno di grandi progetti industriali.

Di seguito ulteriori spunti per migliorare l’attrattività del nostro mercato:

IDENTIFICAZIONE E PROMOZIONE DEI SETTORI INDUSTRIALI DI ECCELLENZA

Dall’analisi svolta dal Gruppo di Lavoro emerge che alcuni settori, primo fra tutti quello industriale, attraggono già oggi ingenti investimenti dall’estero. Il Governo e gli organi di rappresentanza delle imprese dovrebbero agire congiuntamente per promuovere la conoscenza e l’immagine degli *Italian Champions*, cioè di imprese leader nel proprio settore ma in cerca di partner o di capitali internazionali a sostegno della crescita su scala globale.

SOSTEGNO ALLA PICCOLA-MEDIA IMPRESA AD ALTO CAPITALE UMANO E TECNOLOGICO

Esistono in Italia numerose realtà imprenditoriali, spesso operanti in settori di nicchia, le quali godono di una solida posizione nel mercato domestico grazie al *know-how* accumulato negli anni. Tuttavia, solitamente per motivi di scala, queste realtà non sono ancora riuscite ad approcciare i mercati internazionali. Questa porzione del mercato è probabilmente quella a maggior potenziale nell’ambito dell’M&A *cross-border*, se favorita da investimenti di nuovo capitale per lo sviluppo internazionale e/o da collaborazioni con i *player* esteri di maggiori dimensioni, al fine di valorizzare il capitale umano e tecnologico all’interno di piattaforme internazionali.

INTERVENTI LEGISLATIVI VOLTI A GARANTIRE MAGGIORE CERTEZZA SUI TEMPI DELLA GIUSTIZIA

I *player* esteri trovano nelle incertezze relative ai tempi della giustizia uno dei maggiori impedimenti alla realizzazione di investimenti nel nostro Paese. Si dovrebbe favorire la creazione o la revisione di istituti giuridici capaci di modificare la percezione di inefficienza e burocratizzazione del nostro sistema giudiziario. La stabilità e la certezza del contesto regolatorio tendono a favorire un clima di fiducia per le imprese che possono così fare pianificazioni di lungo termine diventando, allo stesso tempo, molto più attrattive per i capitali esteri.

PROMOZIONE DELLO SVILUPPO DEL MERCATO DEI CAPITALI

Il Regolatore dovrebbe favorire lo sviluppo del mercato dei capitali italiano, da ormai troppo tempo caratterizzato da dimensioni inferiori rispetto a quelle delle altre economie sviluppate. Ciò favorirebbe significativamente l'attività di M&A *cross-border*, da un lato garantendo la disponibilità di risorse ai *player* nazionali desiderosi di investire all'estero, dall'altro lato aumentando la liquidità degli asset e dunque favorendo la propensione dei *player* esteri a investire nel nostro Paese.

RAFFORZAMENTO DELL'ASSE TRANSATLANTICO

In un'ottica di sistema, sarebbe opportuno lavorare a livello governativo Italia-USA per meglio promuovere il *Made in Italy* negli USA in modo coordinato. Per quanto riguarda le acquisizioni *Outbound*, si potrebbe rafforzare l'accesso al credito bancario per progetti d'espansione in USA aumentando le attuali capacità di SIMEST/SACE e incentivando le aziende italiane con programmi d'espansione in USA specifici per settori chiave (*food, fashion, energy, ecc.*), con l'obiettivo di aumentare le potenzialità di penetrazione nel mercato anche grazie ad apposite partnership con strutture governative e non-governative di matrice italo-americana.

PROMOZIONE DELLE PARTNERSHIP

L'attrattività del Paese per i capitali esteri non deve essere vista soltanto dalla prospettiva dell'acquisizione di quote di maggioranza, ma anche da quella di capitale di minoranza o primario che può andare a supporto degli azionisti di controllo per effettuare operazioni di crescita e di espansione in nuovi mercati. L'afflusso di capitali esteri, del resto, specialmente se da un mercato maturo come quello americano, può consentire in molti casi lo sviluppo di sinergie di varia natura, che vanno a beneficio sia degli azionisti stranieri, sia di quelli italiani nel caso decidano di rimanere nel capitale. Non si tratta solo di sinergie di mercato o costo ma, in questo senso, l'apporto fornito dai capitali esteri è sia finanziario (accesso a mercati di capitali più ampi e a costi inferiori), sia tecnologico (accesso a grandi poli all'avanguardia, come la *Silicon Valley*), relazionale e di conoscenza specifica di determinate *industry* e/o *target*.



4. IL CONTESTO MACROECONOMICO

L'ITALIA NEL 2017-2018

Lo scenario politico e sociale in Italia a inizio 2017 è segnato dall'instabilità politica, a seguito dell'esito negativo del referendum costituzionale dell'8 dicembre 2016. Inoltre, i problemi riscontrati da alcuni istituti di credito fanno temere un aggravamento del rischio sistemico nel Paese. Il 2018 si apre quindi con scarse aspettative nei confronti dell'Italia che vede erodersi la fiducia nei suoi confronti, anche se l'impatto sull'economia di questa incertezza si rivelerà però nel 2017 meno dannoso del previsto.

Nonostante il rischio politico, infatti, la situazione economica è segnata positivamente dall'intervento governativo a garanzia degli istituti di credito in difficoltà nel terzo trimestre 2017, dagli stimoli monetari della BCE e da una politica fiscale favorevole. Il 2017 in Italia si è chiuso con una crescita del Pil pari al 1,6%.

Tale incertezza viene ulteriormente intensificata a seguito delle elezioni del 4 marzo 2018: il cambio di Governo in Italia è stato accompagnato da un violento aumento dei premi per il rischio sul debito pubblico, con lo spread tra BTP e Bund che è arrivato a superare i 300 punti base. Nel secondo trimestre, il PIL è risultato in crescita di 0,2% t/t e 1,2% a/a, in rallentamento rispetto allo 0,4% t/t e 1,6% a/a medi registrati l'anno precedente, trend dovuto non solo a fattori domestici, ma anche internazionali, come il minore dinamismo del commercio internazionale legato alla "guerra tariffaria" e i rincari delle materie prime e in particolare del prezzo del petrolio.

Con la Nota di Aggiornamento al DEF dello scorso 27 settembre 2018, il Governo ha confermato una netta discontinuità nella politica fiscale rispetto ai precedenti esecutivi, rivedendo significativamente il quadro programmatico di finanza pubblica con un target sul rapporto deficit/PIL di 2,4% nel 2019, 2,1% nel 2020 e 1,8% nel 2021, rispetto ai valori previsti nel precedente DEF pari a 0,8% nel 2019, 0% nel 2020 e -0,2% (avanzo) nel 2021.

Il 23 ottobre 2018 la Commissione europea ha pubblicato il suo parere formale sulla manovra italiana: la decisione, senza precedenti, è stata una sostanziale "bocciatura" della manovra, ovvero la richiesta di presentare una nuova versione.

Lo scorso 19 ottobre, Moody's ha declassato il *rating* dell'Italia da "Baa2" a "Baa3", con *outlook* stabile. Il 26 ottobre, S&P ha confermato il *rating* BBB, ma portando l'*outlook* da stabile a negativo.

Nonostante il Governo italiano avesse dichiarato di non essere intenzionato a modificare significativamente il contenuto della propria manovra economica, nel mese di novembre e dicembre 2018 sono state intrattenute varie sessioni di negoziazione finalizzate a trovare un accordo con la Commissione europea.

L'esecutivo ha rivisto in extremis la Legge di Bilancio, al fine di evitare una procedura europea di

infrazione per deficit eccessivo e indurre un'evoluzione meno avversa delle variabili finanziarie.

Rispetto alla prima versione della manovra, grazie a misure correttive aggiuntive per 10,2 miliardi nel 2019, che salgono a 12,2 miliardi nel 2020 e 16 nel 2021, l'esecutivo ha rivisto il deficit programmatico non solo per l'anno prossimo (a 2,04% dal 2,4% iniziale), ma anche per gli anni successivi (a 1,8% da 2,1% per il 2020 e a 1,5% da 1,8% per il 2021). Sono state anche liminate le stime sul PIL, visto ora crescere dell'1% l'anno prossimo (in linea col 2018), rispetto all'1,5% contenuto nel quadro programmatico originario (e dell'1% in media anche nel 2020-21).

Proprio per via della minore crescita, il calo del debito sarà però meno accentuato rispetto alle previsioni della precedente versione della manovra: dopo il 131,7% di quest'anno, è visto calare di un punto l'anno prossimo e arrivare al 129,2% nel 2020 e al 128,2% nel 2021. Le principali misure aggiuntive implicano per il 2019 risparmi per 4,6 miliardi dalle due principali misure-simbolo (reddito di cittadinanza e quota 100), riduzioni per 2,3 miliardi delle dotazioni di alcuni fondi (compresi il fondo per la coesione territoriale, i trasferimenti a FS e la quota nazionale per il finanziamento delle politiche comunitarie), aumenti di imposta derivanti da minori agevolazioni su IRAP e IRES, un aumento del prelievo sul gioco, l'introduzione della web tax e i tagli alle pensioni più elevate, oltre alle dismissioni immobiliari. Per gli anni successivi, vi sarà un più ampio ricorso alle cosiddette "clausole di salvaguardia" (dei 12,2 miliardi di misure aggiuntive per il 2020, ben 9,4 verrebbero da ulteriori clausole sulle imposte indirette).

Di conseguenza, la Commissione europea ha deciso formalmente di non aprire una procedura di deficit eccessivo per l'Italia. L'accordo aiuta a ridurre la tensione sui mercati, in vista del pesante calendario di emissioni 2019. In ogni caso, il persistere, verosimilmente almeno nella prima parte del 2019, dell'incertezza (nonché di livelli elevati degli indici di rischio-Paese sui mercati finanziari) potrebbe avere un costo in termini di crescita.

Tali incertezze sul quadro fiscale e finanziario, legate alla frenata del commercio estero nella prima parte dell'anno, determineranno la chiusura del 2018 al di sotto delle attese (previsione di PIL in crescita dello 0,9%).



GLI STATI UNITI NEL 2017-2018

L'inizio del 2017 negli Stati Uniti è caratterizzato da una situazione di marcata incertezza causata da una serie di circostanze, sia di natura economico-commerciale, sia politiche: la posizione commerciale del Paese, la politica fiscale espansiva, le relazioni tese con Cina e Messico nonché l'annuncio dell'avvio dell'investigazione sulle ingerenze russe nelle elezioni presidenziali del 2016 a favore di Donald Trump.

Nella parte centrale dell'anno le tensioni internazionali si accentuano in seguito alla decisione di Trump di ritirare il sostegno statunitense alla Convenzione di Parigi sul cambiamento climatico. Sul fronte economico si segnala la revisione in rialzo delle aspettative di crescita del PIL e dell'inflazione per il 2018, rispettivamente al 2.5% e al 2.1%. Inoltre, arrivano conferme di un rinvigorito contesto economico anche dal settore immobiliare e dall'aumento del reddito disponibile per le famiglie.

In chiusura d'anno si segnala, in aggiunta all'accentuarsi della crisi mediorientale in seguito alla minaccia di un ritiro degli Stati Uniti dall'accordo sullo sviluppo nucleare in Iran e della decisione di riconoscere Gerusalemme quale capitale dello stato di Israele, la revisione in rialzo dell'inflazione oltre all'esito delle "special elections" favorevole ai democratici.

Il 2018 si apre con forti oscillazioni sul mercato azionario americano, nonostante i solidi fondamentali dell'intero contesto statunitense e con un peggioramento dei dati commerciali.

Nei primi mesi dell'anno, inoltre, Trump annuncia nuove imposte verso i prodotti cinesi, le quali potrebbero rappresentare, secondo gli analisti, nuovi ostacoli per l'economia americana.

Nella parte centrale dell'anno giungono segnali positivi dai principali indicatori macroeconomici: diminuzione del tasso di disoccupazione unita all'aumento delle vendite al dettaglio della produzione industriale.

Nella seconda metà dell'anno si registra un accentuarsi della crisi commerciale-tariffaria con la Cina e i suoi alleati commerciali, la quale concorre a danneggiare lo slancio dell'intera economia americana, come segnalato dall'attesa riduzione della fiducia dei consumatori.

Ciò ha avuto effetti anche sul mercato azionario: il 24 dicembre l'indice S&P 500 ha registrato il valore più basso durante tutto il 2018, raggiungendo quota 2,351 (-13.7% dall'inizio dell'anno e -19.7% rispetto il massimo toccato a settembre 2018).

Inoltre, nonostante l'opposizione del presidente Trump, la FED ha alzato i tassi d'interesse per la quarta volta nel 2018, portandoli in un *range* del 2.25-2.5%.

Nonostante la *performance* negativa del mercato azionario nella seconda metà del 2018, ci si aspetta una chiusura del 2018 con una crescita del PIL del 3% rispetto al 2017, con un tasso di disoccupazione del 3.7%.

5. IL CONTESTO POLITICO

LA NUOVA GEOGRAFIA POLITICA DOPO LE ELEZIONI ITALIANE DEL 4 MARZO 2018

L'ITALIA AL VOTO TRA CRESCITA, ATTRATTIVITÀ E PROBLEMATICHE STRUTTURALI

Il 4 marzo 2018 l'elettorato italiano si è recato alle urne per eleggere i rappresentanti di Camera e Senato in uno scenario caratterizzato da tre principali novità: il ritorno dell'Italia sul sentiero della crescita economica dopo anni di stagnazione; la presenza di una nuova legge elettorale di stampo prevalentemente proporzionale e la profonda crisi del modello partitico tradizionale. A far da cornice c'era lo sguardo preoccupato delle istituzioni europee che, alla luce della minaccia alla propria stabilità a seguito dell'insorgere di aneliti nazional-populisti ed euroscettici entro i propri Stati Membri, percepivano l'esito del voto italiano come un importante test sulla tenuta del sistema.

Dal punto di vista economico, l'Italia si è presentata a questa tornata elettorale mostrando segnali di ripresa dopo anni di profonda crisi.

Il Fondo Monetario Internazionale stimava una crescita positiva del Pil italiano per il periodo 2017-2019 (+1,6%, +1,4% e +1,2%). Tale ripresa, alimentata dall'ottima performance dell'export e degli investimenti, è stata - fino al primo trimestre del 2018 - in parte frutto dell'effetto trainante dell'economia globale, in parte merito di politiche economiche implementate negli anni precedenti.

Anche il mercato del lavoro aveva dato segnali positivi all'inizio del 2018 con il numero degli occupati tornato stabilmente sopra ai 23,1 milioni (lo stesso livello della primavera 2008).

Tuttavia, accanto a questo principio di ripresa economica, permanevano - e permangono tuttora - fattori potenzialmente critici. Sul fronte della crescita infatti l'Italia procede più lentamente rispetto alla media europea (il Fondo Monetario Internazionale ha stimato che il Pil dell'Eurozona crescerà del +2,4%, +2,2% e +2% per il periodo 2017-2019). Anche i dati sull'occupazione, e in particolare su quella giovanile, vedono l'Italia in netto ritardo rispetto agli altri partner europei.

Ma soprattutto la ripresa non è arrivata a un livello tale per cui la maggior parte della popolazione ne percepisca i benefici, contribuendo così ad alimentare un generale sentimento di ostilità, critica e mancanza di fiducia verso le istituzioni governative.

Inoltre, lo spettro dell'eccessivo debito pubblico e la percezione, non sempre giustificata, di un sistema bancario non completamente guarito dalla profonda crisi attraversata negli ultimi anni preoccupano gli investitori internazionali.

Tali fattori di instabilità, uniti all'annunciata interruzione degli stimoli della Bce in dicembre e alla possibile restrizione dei parametri sulla valutazione degli NPL, potrebbero mettere a dura prova



la tenuta finanziaria del Paese.

Infine, restano irrisolte alcune grandi questioni strutturali che, se trascurate ancora a lungo, potrebbero impattare negativamente sull'attrattività del mercato italiano: si tratta dell'instabilità del sistema legale, della lunghezza dei procedimenti giudiziari e dell'eccesso di burocrazia.

La possibilità di rimanere ancorati al trend di crescita globale dei prossimi anni, confermando, e anzi migliorando, i dati su attrattività di capitali e investitori esteri, dipende, per la stragrande maggioranza degli osservatori, da alcuni fattori cruciali: il contenimento del debito pubblico, la messa in sicurezza del sistema bancario, la certezza del diritto, la riduzione dei tempi del sistema giudiziario e l'avvio di un serio e concreto processo di de-burocratizzazione.

IL RISULTATO ELETTORALE

A seguito del risultato elettorale del 4 marzo 2018 e delle successive negoziazioni per la formazione del Governo, il sistema politico italiano ha subito un profondo mutamento.

Partendo dai risultati, rispetto alle previsioni e alle aspettative, gli elementi di maggior rilievo sono stati:

- un risultato superiore al previsto per il Movimento Cinque Stelle, che è ora il primo partito alla Camera come al Senato;
- il sorpasso della Lega sul suo alleato di coalizione Forza Italia;
- la forte perdita di consensi del Partito Democratico;
- il risultato ottenuto dai partiti minori, sia della coalizione del centro-sinistra, sia della sinistra radicale (Liberi e Uguali), che ha disatteso le aspettative.

Tuttavia, la combinazione tra i risultati ottenuti dai partiti politici in campo e una legge elettorale di stampo prevalentemente proporzionale senza premio di maggioranza ha reso di fatto impossibile la formazione di un Governo mono-colore. Pertanto, dopo ottantotto giorni di stallo politico, i gruppi parlamentari sono giunti a una soluzione che ha dato vita a una nuova geografia politica con i due maggiori partiti, il Movimento Cinque Stelle e la Lega, che hanno formato un'alleanza parlamentare a supporto del nuovo Governo guidato da Giuseppe Conte, professore dell'Università di Firenze, presentato prima delle elezioni dal Movimento Cinque Stelle quale possibile Ministro della Pubblica Amministrazione in caso di una loro vittoria.

Il ruolo di opposizione è stato assunto alla destra dell'arco parlamentare da Forza Italia e Fratelli d'Italia, segnando così una rottura a livello nazionale della tradizionale alleanza di centro-destra, e a sinistra da Partito Democratico e Liberi e Uguali. Questa nuova e inedita conformazione dell'arco parlamentare è stata definita dal Presidente del Consiglio Giuseppe Conte, così come da molti altri osservatori, la prova del fallimento dei partiti ideologicamente tradizionali e l'inizio di una nuova fase politica, caratterizzata dalla competizione tra "partiti populistici" e i partiti "pro-establishment".

UN NUOVO BIPOLARISMO ALL'INTERNO DELLA MAGGIORANZA GOVERNATIVA

L'esecutivo gialloverde, formatosi a seguito della sottoscrizione da parte dei leader politici di Lega e M5S del cosiddetto "contratto per il Governo del cambiamento", si compone di due anime caratterizzate in questi primi mesi di Governo da una continua contrapposizione sulle modalità di implementazione dei "propri" provvedimenti distintivi. Tanto che, a fronte del contestuale ridimensionamento delle forze di opposizione, molti osservatori parlano dello sviluppo di un inedito e nuovo sistema bipolare all'interno della stessa maggioranza di Governo.

Da un lato c'è il Movimento 5 Stelle con una piattaforma programmatica fondata sui provvedimenti cardine del reddito di cittadinanza, lotta agli sprechi della politica e ridiscussione delle grandi opere. Dall'altro lato c'è la nuova Lega guidata da Matteo Salvini, capace di raccogliere ampio consenso attorno alle proposte di maggiore sicurezza, lotta all'immigrazione e introduzione della flat tax. Quali elementi programmatici condivisi dai due partiti vi sono l'impegno per il superamento del sistema pensionistico introdotto dalla legge Fornero e la convinzione che lo sfioramento dei vincoli di bilancio europei non sia un dogma insuperabile.

PRIMI PROVVEDIMENTI DEL GOVERNO GIALLOVERDE

Lavoro: Il Decreto Dignità

Divenuto legge a seguito dell'approvazione da parte del Senato lo scorso 7 di agosto 2018, il Decreto Dignità – definito dal Ministro del Lavoro e dello Sviluppo Economico Luigi Di Maio come la "Waterloo" del precariato – è il provvedimento simbolo con cui il Movimento 5 Stelle mira a dare un forte segnale del proprio impegno a sostegno dei diritti dei lavoratori.

Tra le principali novità: il Decreto Dignità va a modificare la disciplina dei contratti a termine introducendo il nuovo limite di 12 mesi per le causali e di 24 mesi per la sua durata complessiva; va a incrementare i valori minimi e massimi previsti per le indennità di licenziamento; introduce nuove sanzioni in caso di delocalizzazione fuori dalla UE da parte di aziende che hanno ricevuto aiuti di stato; decreta lo stop allo *split payment* per i professionisti e il rinvio delle scadenze di spesometro e di obbligo di fatturazione elettronica.

Sicurezza e Immigrazione: Il Decreto Sicurezza

Approvato in prima lettura dal Senato il 6 novembre 2018, con non poche fibrillazioni all'interno del gruppo dei 5 Stelle, e in via definitiva dalla Camera dei Deputati il 27 novembre 2018, il Decreto Sicurezza rappresenta il cavallo di battaglia dell'azione di Governo del Vice Premier leghista e Ministro degli Interni Matteo Salvini.

Il testo del decreto si pone tre principali obiettivi: porre un freno ai flussi di immigrazione irregolare verso l'Italia (attraverso l'introduzione di limitazioni alla concessione di permessi umanitari e la previsione di stop al permesso e di espulsione per chi delinque); contrastare il terrorismo (e mafia); incrementare il livello di sicurezza urbana (anche attraverso l'assunzione di nuove forze).



A poco più di un mese dalla sua approvazione definitiva, si è riscontrata la netta opposizione alla sua applicazione da parte di alcuni sindaci di grandi e medie città italiane (Palermo, Napoli, Milano tra le più importanti) con minaccia di ricorso alla Consulta.

Esteri e Unione Europea

Sin dal discorso con cui il suo Governo ha ottenuto la fiducia in Senato, il Premier Giuseppe Conte ha confermato l'appartenenza dell'Italia all'Alleanza Atlantica, con gli Stati Uniti d'America quale alleato privilegiato, ricordando però al contempo la necessità di un'apertura verso la Russia. E tale atteggiamento verso i due grandi partner globali è stato mostrato dal Premier italiano anche in occasione della partecipazione ai primi summit globali.

Mentre il rapporto con Bruxelles – seppur sia apparentemente venuto meno il rischio di un'uscita dell'Italia dall'euro - è stato caratterizzato da un duplice fronte di crisi: da un lato lo scontro sulla chiusura dei porti italiani per limitare i flussi migratori dall'Africa e dall'altro quello sulla necessità di concedere maggiore flessibilità di bilancio.

In entrambe le situazioni il livello della tensione raggiunto è stato molto elevato e non sembra aver, a oggi, portato i risultati auspicati dal Governo gialloverde. Detto questo, nonostante il crescente livello di preoccupazione degli osservatori politici e finanziari nazionali e internazionali sulle conseguenze di una tale posizione da parte del Governo, i sondaggi mostrano che buona parte dell'elettorato percepisce favorevolmente questo atteggiamento intransigente interpretandolo come una difesa dell'interesse nazionale.

Infrastrutture: il dilemma delle grandi opere e la sfida alle concessioni

Un ultimo importante capitolo dell'azione governativa di questi primi mesi riguarda sicuramente l'approccio del Governo verso il tema delle infrastrutture su due fronti principali: quello della loro realizzazione e quello della loro gestione.

Sul primo fronte, mentre la Lega ha sempre sostenuto la necessità di investire ingenti risorse nella creazione di nuove infrastrutture, il Movimento 5 Stelle ha costruito il proprio consenso sostenendo le battaglie di molte organizzazioni contrarie alla realizzazione di queste opere (Tav, Tap, Gronda, Pedemontana, etc.). Questa difficoltà nel trovare una sintesi tra le posizioni divergenti sembra provocare inevitabilmente un rallentamento nel processo di infrastrutturazione del Paese necessario per incrementarne la strategicità a livello internazionale.

Il secondo nodo è riconducibile all'ampio dibattito sulla necessità di revisione del sistema di concessioni pubbliche attualmente vigente, apertosi a seguito del crollo del Ponte Morandi a Genova del 14 agosto 2018. Secondo una narrativa per cui aziende private avrebbero beneficiato per anni di ricche concessioni senza garantire un adeguato impegno sul fronte della manutenzione, il Governo ha annunciato di voler revisionare gli oltre 35 mila contratti di concessione in essere, non nascondendo una certa propensione all'idea di riportare molti servizi entro la gestione diretta da parte dello Stato. Sebbene non siano ancora state attuate azioni

concrete, questo generale clima di incertezza ha impattato negativamente sull'andamento dei titoli delle quotazioni italiane potenzialmente coinvolte.

LA LEGGE DI BILANCIO 2019

In data 30 dicembre 2018 la Camera dei Deputati ha approvato in via definitiva il testo della prima Legge di Bilancio varata dal Governo gialloverde. Tale voto, necessario per evitare il ricorso all'esercizio provvisorio, è stato accompagnato da numerose polemiche (e non solo da parte delle opposizioni) per il contingentamento dei tempi della discussione in Parlamento, i cui membri si sono trovati a dover approvare in poche ore un testo frutto di una lunga trattativa con Bruxelles e dunque significativamente modificato rispetto alla versione inizialmente proposta.

Il principale risultato della negoziazione con la Commissione Europea, concentrata esclusivamente sui saldi contabili della manovra e mai sulle misure individuali, è stata la riduzione della previsione di deficit dall'iniziale 2,4% al 2,04% (equivalente a una correzione del valore di 10,2 miliardi), operazione che ha evitato l'avvio di una procedura di infrazione contro l'Italia. Da un punto di vista dei contenuti, sono rimaste intatte, anche se in parte ancora da definire e comunque impattate dalla correzione del deficit, le misure cardine delle proposte politiche dei due partiti di maggioranza.

Fisco: un primo avvio di flat tax

L'annunciata introduzione di un regime fiscale caratterizzato dalla previsione di due aliquote fisse al 15% e al 20% (cd. "flat tax") per persone fisiche, partite IVA, imprese e famiglie, trova un primo importante segnale nella Legge di Bilancio per il 2019. Il testo approvato introduce a partire dal 1 gennaio 2019 una flat tax al 15% per le partite IVA con ricavi e compensi fino a 65mila euro e al 20% per gli imprenditori individuali, gli artisti e i professionisti con ricavi fino a 100mila euro. Questo nuovo regime di tassazione consentirà di ampliare la platea di almeno altre 500mila partite IVA rispetto a quelle che già oggi rientrano nel regime forfettario (circa 1,2 milioni di destinatari).

Fisco: Incentivi alle imprese

Nella nuova Legge di Bilancio trova spazio anche il tema degli incentivi alle imprese sia in termini di assunzioni, sia di investimenti e formazione 4.0.

Per quanto riguarda gli incentivi alle assunzioni la principale novità riguarda la previsione di sgravi fiscali per le aziende che decidono di stabilizzare giovani laureati eccellenti e dottori di ricerca, mentre viene confermato il bonus occupazionale volto a favorire l'assunzione di giovani disoccupati al Sud.

Sul lato incentivi all'investimento, l'iperammortamento fiscale per i beni digitali viene prorogato nel 2019, con la previsione di uno schema volto a premiare maggiormente gli investimenti delle PMI. Non viene invece prorogato il superammortamento per l'acquisto delle macchine tradizionali, mentre viene ridimensionato il credito di imposta per gli investimenti in ricerca e



sviluppo e si rifinanzia la “Nuova Sabatini”.

Infine, anche il credito d'imposta per la formazione 4.0 viene esteso alle spese di formazione sostenute nel 2019 con sconti modulati in base alla dimensione delle imprese, favorendo le più piccole.

Welfare: riforma del sistema pensionistico e introduzione del reddito di cittadinanza

La parte più rilevante della Legge di Bilancio, sia in termini di impatti economici, sia di consenso politico, è certamente quella relativa alle misure in materia di welfare. Nonostante la serrata trattativa con Bruxelles, sono rimasti in vigore, seppur con qualche ridimensionamento, i fondi per i due provvedimenti cardine rappresentati dalla riforma del sistema pensionistico con l'introduzione della cd. “quota 100” (che consente il pensionamento a partire dai 62 anni con 38 di contribuzione) e dal reddito di cittadinanza (l'assegno mensile di sostegno di 780 euro per parte della popolazione priva di lavoro con redditi sotto una certa soglia).

La versione definitiva della Manovra prevede una riduzione rispetto alle previsioni iniziali per entrambi i fondi (si passa da 6,7 a 4 miliardi per la riforma delle pensioni e da 9 a 7,1 miliardi per il reddito di cittadinanza).

Coperture della manovra: rischio di maggiori tasse per le imprese e i cittadini

Al fine di assicurare la permanenza delle misure sopra elencate, rispettando al contempo i vincoli previsti dalle regole comunitarie, il Governo è stato costretto a ricorrere a una serie di misure che andranno ad aumentare la pressione fiscale complessiva. Se infatti da un lato vi saranno minori tasse a favore di partite Iva individuali e settore immobiliare, si stima – secondo i calcoli effettuati dall'Ufficio studi del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti – un'applicazione di maggiori tasse su banche e assicurazioni (5,6 miliardi), sulle imprese in generale (2,4 miliardi), sul settore del gioco d'azzardo (2,1 miliardi), sui grandi gruppi dell'economia digitale (1,3 miliardi), sui consumatori (0,6 miliardi) e sugli enti del no profit (0,4 miliardi).

Oltre a tali imposte, la legge prevede clausole di salvaguardia per un valore di 52 miliardi che, laddove non si trovassero le coperture necessarie, potrebbero far scattare aumenti dell'Iva per un totale di 23 miliardi nel 2020 e di 29 miliardi nel 2021. Infine, torna per gli enti locali la possibilità di aumentare le aliquote dell'Imu, della Tasi e delle addizionali Irpef.

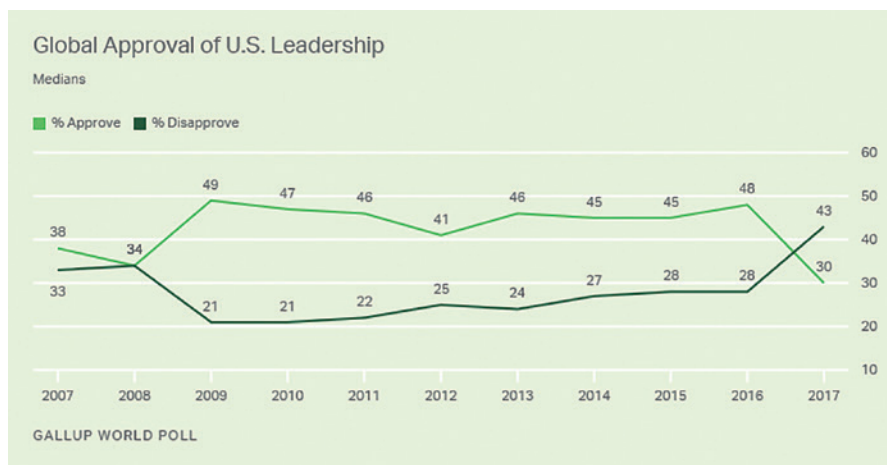
IL 2017 DI TRUMP E LE MIDTERM ELECTIONS

2017: A DISRUPTIVE PRESIDENT

A due anni dal suo insediamento, il Presidente Trump ha fatto spesso parlare di sé per dichiarazioni sopra le righe cui non sono seguiti quegli stravolgimenti apocalittici pronosticati da molti fra i suoi detrattori.

Cosa pensano gli americani?

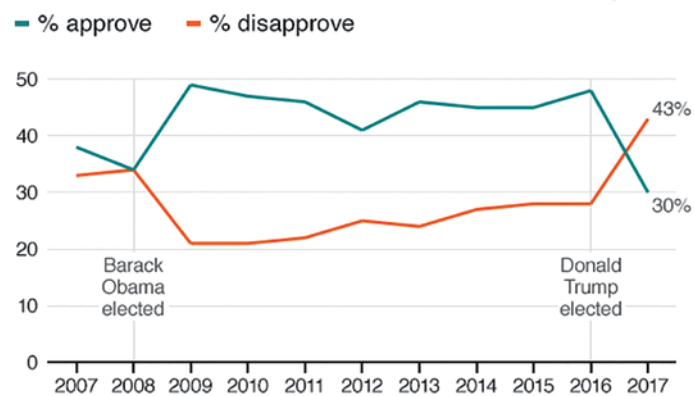
Dati alla mano, i pareri sull'operato di Trump come Presidente sono contrastanti. Al 30 settembre 2018, il 53% dei cittadini a stelle e strisce mostrava poco gradimento verso le politiche attuate da "The Donald".



Cosa pensa il mondo?

A inizio 2018, l'istituto di sondaggi Gallup ha calcolato un crollo del 18% del *rate* di approvazione globale della leadership americana durante il primo anno dell'amministrazione Trump: dal 48% dell'epoca Obama al 30%, poco sopra la Russia (27%), ma soprattutto dietro la Cina, ora al secondo posto (31%), con lo scettro della credibilità in mani tedesche (41%).

What the world thinks of the US leadership



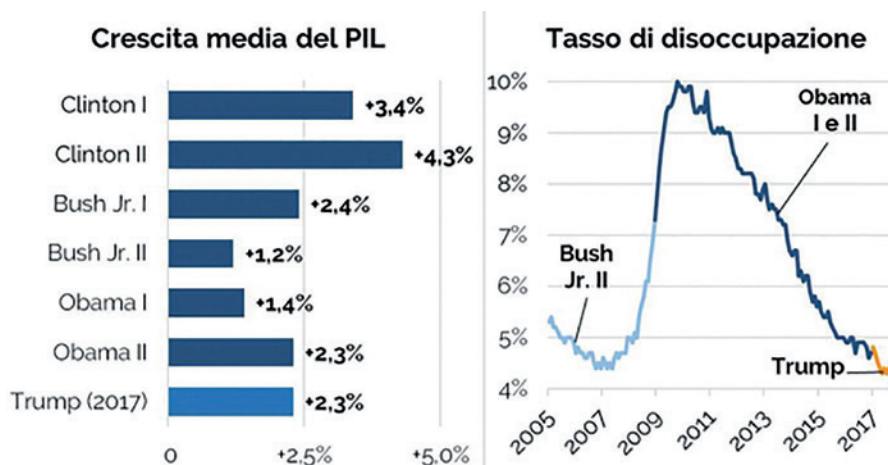


Economia in crescita

A fine 2017, con 224 voti a favore e 201 contrari, il Congresso degli Stati Uniti ha approvato in via definitiva la riforma fiscale (nota come *Tax Cuts and Jobs Act*) più radicale dai tempi di Ronald Reagan, fortemente promossa dal Presidente Trump e che, oltre a ridurre le imposte sulle imprese, ha favorito il rientro negli Stati Uniti di capitali oggi investiti all'estero.

A beneficiare della riforma sono state anche le grandi banche a stelle e strisce, grazie a una Wall Street che è volata nel primo anno dell'era Trump, con lo S&P 500 salito immediatamente del 23%, la migliore *performance* dell'indice durante il primo anno di presidenza repubblicana.

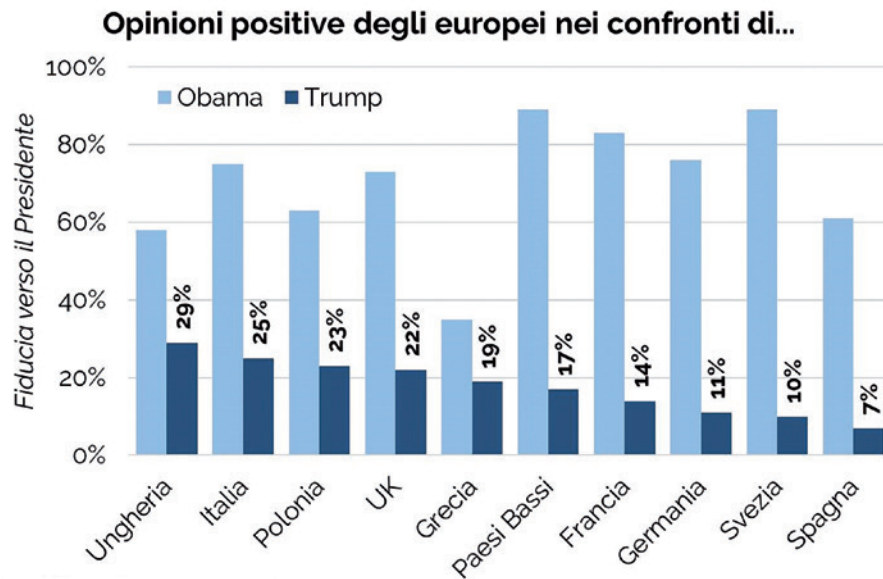
La crescita economica promessa da Trump in campagna elettorale ha fatto registrare un +2,3% durante il suo primo anno di presidenza, anche se molti osservatori avanzano seri dubbi circa la sostenibilità della crescita. Nello stesso periodo sono stati creati circa 2 milioni di posti di lavoro, e il tasso di disoccupazione diminuito fino al 4,0%, valore che non si registrava dall'ottobre 2000.



U.S. Census Bureau

Politica estera

L'elezione del *tycoon* newyorkese ha portato turbolenza sulla scena politica a stelle e strisce. Al di là della celebre dottrina dell'America First, che ha segnato un netto distacco dalla leadership morale e dal soft power con cui Washington ha sempre mantenuto la sua egemonia globale, e di alcune scelte volte a segnare la propria distanza dalle scelte dell'amministrazione precedente, in molti casi Trump ha dimostrato di non voler discostare eccessivamente il suo atteggiamento da quello del suo predecessore, salvo il riavvicinamento con Arabia Saudita – il primo Paese che Trump ha visitato da Presidente – e Israele. Il *tycoon* ha decisamente posto l'accento sui rapporti Asia-Pacifico e si è via via allontanato dalle dinamiche europee, con i Paesi dell'Unione che per mesi hanno temuto delle sorti commerciali transatlantiche e sono stati invitati a contribuire maggiormente in ambito sicurezza.



Pew Research Center

Commercio: America First

Non appena insediato, Trump ha annunciato l'intenzione di perseguire una politica commerciale basata su relazioni bilaterali a scapito dei trattati di libero scambio multilaterale, anche se, è utile ricordarlo, la Trans Pacific Partnership (TPP) e il Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP) erano già praticamente naufragati. Riguardo agli accordi già in essere, la grande vittoria di Donald Trump è stata riscrivere il trattato NAFTA e far convergere Messico e Canada su un nuovo trattato, l'USMCA.

Nei confronti della Cina, verso cui Washington registra il più grande deficit commerciale (375 miliardi nel 2017), la linea dura del Presidente americano ha portato all'imposizione di dazi per oltre 250 miliardi di dollari, tassando *de facto* circa la metà di tutto l'import cinese negli USA.

2018: MIDTERM ELECTIONS

Il 6 novembre 2018 i cittadini americani sono stati chiamati alle urne per scegliere tutti i 435 membri della Camera e un terzo dei membri del Senato, oltre a 36 governatori e molti sindaci delle città, attraverso l'elezione diretta dei rappresentanti. Da prassi, le elezioni di metà mandato si tengono negli anni pari, durante il primo martedì del mese di novembre e costituiscono un segnale del gradimento o meno della politica della Casa Bianca durante il biennio di Presidenza.

Generalmente l'affluenza elettorale alle midterm è più bassa delle presidenziali; tuttavia, questa tornata è stata da record, indice di una grande mobilitazione dell'elettorato di entrambi i partiti.

Tradizionalmente, le elezioni di midterm risultano sfavorevoli al Presidente in carica.



Quello che era stato etichettato come un “referendum” sul Presidente Trump, si è risolto in un pareggio che, politicamente, lo penalizzerà solo in parte. Per la prima volta dopo otto anni i Repubblicani hanno infatti perso la maggioranza alla Camera (con i Democratici che hanno ottenuto 26 seggi sui 23 necessari), mantenendo tuttavia il controllo del Senato e persino aumentando i propri seggi. Per dovere di cronaca, Obama perse il controllo di entrambe le Camere, travolto dall'onda rossa del GOP. Quella blu, largamente annunciata dai media, non si è invece materializzata.

Di conseguenza, pur avendo perso la Camera, il Presidente ha più di un motivo per dichiararsi vincente e guardare con più ottimismo al 2020, nonostante ora si trovi nella situazione che in gergo viene definita come “anatra zoppa” (la mancanza di maggioranza in entrambi i rami del Congresso) che lo costringerà

necessariamente a scendere a compromessi con i Democratici per far passare le sue riforme.

Il 2018 non si è certo chiuso nel migliore dei modi per il Presidente Trump, sul quale pesano le scelte prese nella battaglia commerciale con la Cina e il protrarsi dello *shutdown*, ossia il blocco del Governo federale (iniziato il 22 dicembre e proseguito anche nelle prime settimane del 2019) scaturito dal braccio di ferro con i democratici sul muro al confine con il Messico, con il rischio di un indebolimento della crescita trimestrale di 0,1-0,2% per ogni settimana in cui il blocco si dovesse protrarre.

6. IL CONTESTO GIURIDICO

IL CONTESTO GIURIDICO IN ITALIA: LE RIFORME CHE HANNO SPINTO GLI INVESTIMENTI

Negli ultimi anni il Governo italiano ha compiuto importanti sforzi per incentivare gli investimenti, anche dall'estero, specialmente nei settori industriali ad alto tasso tecnologico. La legislazione sulle startup innovative, il Piano Industria 4.0, assieme alle riforme del mercato del lavoro e alle semplificazioni in tema di procedure concorsuali e giudiziarie sono tra gli esempi più significativi.

La legislazione italiana sulle startup innovative è considerata tra le più avanzate in Europa. Alle semplificazioni e riduzioni di costi per la costituzione (anche online) delle società e per l'accesso al registro delle imprese, si unisce la flessibilità nella corporate governance: alle startup costituite sotto forma di società a responsabilità limitata è data la possibilità di creare speciali categorie di quote, emettere strumenti finanziari partecipativi e predisporre piani di incentivazione per i manager. Anche i regimi fiscali e di diritto del lavoro sono ideati in modo specifico al fine di incentivare la costituzione di nuove società ad alto contenuto innovativo.

Il Piano Industria 4.0 predisposto dal Governo italiano ha previsto un insieme di misure volte a stimolare gli investimenti in "Tecnologie 4.0", ad aumentare la spesa in Ricerca e Sviluppo e innovazione e a favorire ed espandere le relazioni tra realtà industriali mature e startup high-tech. In particolare, le iniziative principali si sono sostanziate in benefici fiscali per gli investimenti e agevolazioni per l'ottenimento di finanziamenti.

Le riforme del mercato del lavoro hanno visto in particolare l'introduzione di alcune novità in merito ai contratti a tempo indeterminato. La definitiva stabilità del rapporto si otterrà dopo un certo periodo, durante il quale il rapporto potrà essere interrotto dall'azienda, tranne che per motivi discriminatori o ingiustificati. Continuano comunque a essere garantiti i diritti dei lavoratori, quali ferie e permessi, malattie, maternità, indennità.

In un'ottica di semplificazione e riduzione dei tempi sono in corso alcune riforme riguardanti il sostegno alle imprese in crisi e le procedure concorsuali. Anche i procedimenti giudiziari civili sono stati aggiornati, con l'introduzione di sezioni specializzate per le imprese, l'implementazione di procedure telematiche e best practices e l'introduzione e la facilitazione di metodi alternativi per la risoluzione delle controversie (mediazioni, negoziazioni assistite e arbitrati).

Una menzione meritano infine i Piani Individuali di Risparmio (PIR), riservati alle persone fisiche residenti in Italia, che hanno permesso una raccolta del risparmio significativa per l'intero contesto industriale nazionale. I PIR sono stati ideati con l'obiettivo di indirizzare il risparmio verso investimenti di lungo termine, favorendo la crescita del sistema delle PMI. Almeno il 70% del piano deve essere composto da strumenti finanziari emessi o stipulati con imprese italiane o europee aventi stabile organizzazione in Italia. La quota del 70% deve essere investita per



almeno il 30% del valore complessivo in strumenti finanziari emessi da imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE MIB della Borsa italiana o indici equivalenti, per almeno il 5% in strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sui sistemi multilaterali di negoziazione e per almeno il 5% in quote o azioni di fondi di Venture Capital residenti fiscalmente in Italia o in Stati membri dell'UE o in Paesi aderenti all'accordo sullo Spazio Economico Europeo (fondi che, a loro volta, devono investire almeno il 70% dei capitali raccolti in PMI non quotate residenti fiscalmente in Italia o in Stati UE o in Paesi aderenti all'accordo sullo Spazio Economico Europeo con stabile organizzazione in Italia).

Tanto premesso, sviluppiamo qui di seguito uno specifico focus su taluni strumenti di *tax compliance* ideati per attrarre gli investimenti esteri. Negli ultimi anni infatti la scelta del legislatore italiano è stata quella di incentivare gli investimenti stranieri attraverso agevolazioni riguardanti il reddito d'impresa. In particolare, sono state introdotte delle misure che incidono sulla determinazione del reddito imponibile e/o sull'attribuzione di crediti di imposta a favore delle società.

Patent Box

Si tratta di un regime fiscale opzionale di tassazione agevolata dei redditi che derivano dallo sfruttamento, sia diretto che indiretto, della proprietà intellettuale, quindi dall'utilizzo di alcune tipologie di beni immateriali. Sono oggetto dell'agevolazione i redditi derivanti dall'utilizzo di:

- software coperto da copyright;
- brevetti industriali;
- marchi d'impresa (con alcune limitazioni temporali);
- disegni e modelli;
- processi, formule e informazioni relativi a esperienze acquisite nel campo industriale, commerciale o scientifico giuridicamente tutelabili;
- due o più dei suddetti beni immateriali, collegati tra loro da un vincolo di complementarità tale per cui la realizzazione di un prodotto o di una famiglia di prodotti o di un processo o di un gruppo di processi sia subordinata all'uso congiunto degli stessi.

L'obiettivo è incentivare la collocazione dei beni immateriali e il loro mantenimento sul territorio italiano, nonché quello di favorire gli investimenti nelle attività di ricerca e di sviluppo. Il Patent Box prevede che le imprese possano escludere dalla base imponibile fino al 50% del reddito derivante dallo sfruttamento commerciale dei beni intangibili. L'agevolazione può essere applicata a tutti i soggetti residenti nel territorio dello Stato, senza vincoli su natura giuridica, dimensione e settore produttivo di appartenenza, ma può essere utilizzata anche dalle stabili organizzazioni presenti nel territorio dello Stato di soggetti non residenti. Per accedervi, i soggetti beneficiari devono presentare un'istanza di accordo preventivo ad hoc con cui viene

definito il metodo di calcolo del contributo economico dei beni intangibili alla produzione del reddito d'impresa.

Iper ammortamento

L'iper ammortamento (che prevede un incremento del 150% del costo da ammortizzare) si applica agli investimenti in beni materiali strumentali nuovi funzionali alla trasformazione tecnologica e/o digitale delle imprese. La Legge di Bilancio 2019 ha prorogato questa agevolazione, anche se con modifiche in merito alla misura della maggiorazione, per gli investimenti effettuati entro il 31 dicembre 2019 (o entro il 31 dicembre 2020 a condizione che sia stato già effettuato un pagamento di almeno il 20% del valore). La maggiorazione del costo viene differenziata in relazione all'ammontare degli investimenti e non si applica sulla parte degli investimenti eccedenti i 20 milioni di euro.

Mini Ires

La Legge di Bilancio 2019 ha abrogato l'agevolazione ACE che dal 2011 premiava gli incrementi di patrimonio attraverso utili trattenuti e conferimenti in denaro dei soci e ha introdotto una nuova agevolazione denominata Mini Ires. Dal periodo di imposta 2019 la nuova agevolazione consisterà nella riduzione di 9 punti percentuali dell'aliquota IRES applicata a una quota parte dell'imponibile. L'importo agevolabile si determinerà assumendo il minore importo tra: i) l'utile dell'anno precedente (partendo con quello dell'esercizio 2018) destinato a riserve diverse da quelle non disponibili e ii) la sommatoria tra "investimenti" e "costo del personale" assunto dal 1 ottobre 2018; l'eccedenza potrà essere riportata a nuovo.

Credito per Ricerca e Sviluppo

Spetta a tutte le imprese (residenti e anche stabili organizzazioni nel territorio dello Stato di soggetti non residenti) che effettuino investimenti in attività di ricerca e sviluppo a decorrere dal periodo d'imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2014 e fino a quello in corso al 31 dicembre 2020. Ai fini della determinazione del credito d'imposta sono ammissibili i costi di competenza, del periodo d'imposta di riferimento, direttamente connessi allo svolgimento delle attività di ricerca e sviluppo ammissibili, quali:

- i costi relativi al personale impiegato in attività di ricerca e sviluppo;
- le quote di ammortamento delle spese di acquisizione o utilizzazione di strumenti e attrezzature di laboratorio, in relazione alla misura e al periodo di utilizzo per l'attività di ricerca e sviluppo;
- le spese relative a contratti di ricerca stipulati con università, enti di ricerca e organismi equiparati, nonché con altre imprese, comprese le startup innovative, diverse da quelle che direttamente o indirettamente controllano l'impresa, ne sono controllate o sono controllate dalla stessa società che controlla l'impresa (c.d. ricerca "extra-muros");

- le spese relative a competenze tecniche e privative industriali relative a un'invenzione industriale o biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale, anche acquisite da fonti esterne.

La misura consiste nel riconoscimento di un credito d'imposta del 50% delle spese agevolabili sostenute in eccedenza rispetto alla media degli stessi investimenti effettuati nei tre periodi d'imposta precedenti a quello in corso al 31 dicembre 2015 (la spesa minima annua in ricerca e sviluppo deve essere pari a 30 mila euro e l'importo massimo annuale del credito d'imposta riconosciuto a ciascun beneficiario è pari a 20 milioni di euro). Le attività beneficiarie sono definite per legge¹. Dal 2019 la misura del credito d'imposta è distinta in base alla tipologia di costi; la misura del 50% si applicherà per:

- le spese relative al personale titolare di un rapporto di lavoro subordinato, anche a tempo determinato, direttamente impiegato nelle attività di ricerca e sviluppo;
- i contratti stipulati con università, enti di ricerca e organismi equiparati, nonché con startup e PMI innovative per il diretto svolgimento di attività di ricerca e sviluppo ammissibili al credito di imposta, a condizione, in entrambi i casi, che non si tratti di imprese appartenenti al medesimo gruppo dell'impresa committente.

Le restanti spese possono invece beneficiare di un credito d'imposta nella misura del 25%. Sempre con la Legge di Bilancio 2019 l'importo massimo del beneficio è stato ridotto da 20 a 10 milioni di euro all'anno.

Startup innovative

Sono esonerate dal pagamento dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria dovuti per gli adempimenti relativi alle iscrizioni nel Registro delle imprese e dal pagamento del diritto annuale dovuto in favore delle Camere di Commercio. I soggetti Irlpef e Ires che investono in startup innovative possono beneficiare, rispettivamente, di una detrazione del 30% dall'imposta e di una deduzione del 30% dalla base imponibile². A partire dal 2017, inoltre, la fruizione dell'incentivo è condizionata al mantenimento della partecipazione nella startup innovativa per un minimo di

-
1. Sono ammissibili al credito d'imposta le seguenti attività di ricerca e sviluppo:
 - lavori sperimentali o teorici svolti, aventi quale principale finalità l'acquisizione di nuove conoscenze sui fondamenti di fenomeni e di fatti osservabili, senza che siano previste applicazioni o usi commerciali diretti;
 - ricerca pianificata o indagini critiche miranti ad acquisire nuove conoscenze, da utilizzare per mettere a punto nuovi prodotti, processi o servizi o permettere un miglioramento dei prodotti, processi o servizi esistenti ovvero la creazione di componenti di sistemi complessi, necessaria per la ricerca industriale, a esclusione dei prototipi di seguito indicati;
 - acquisizione, combinazione, strutturazione e utilizzo delle conoscenze e capacità esistenti di natura scientifica, tecnologica e commerciale allo scopo di produrre piani, progetti o disegni per prodotti, processi o servizi nuovi, modificati o migliorati; può trattarsi anche di altre attività destinate alla definizione concettuale, alla pianificazione e alla documentazione concernenti nuovi prodotti, processi e servizi; tali attività possono comprendere l'elaborazione di progetti, disegni, piani e altra documentazione, inclusi gli studi di fattibilità, purché non siano destinati a uso commerciale; realizzazione di prototipi utilizzabili per scopi commerciali e di progetti pilota destinati a esperimenti tecnologici o commerciali, quando il prototipo è necessariamente il prodotto commerciale finale e il suo costo di fabbricazione è troppo elevato per poterlo usare soltanto a fini di dimostrazione e di convalida;
 - produzione e collaudo di prodotti, processi e servizi, a condizione che non siano impiegati o trasformati in vista di applicazioni industriali o per finalità commerciali.

tre anni. Per il 2019, le aliquote delle detrazioni e delle deduzioni previste a favore di chi investe nel capitale sociale di una startup innovativa passano dal 30% al 40%. Nei casi di acquisizione dell'intero capitale sociale di startup innovative da parte di soggetti Ires, le stesse aliquote sono aumentate, per il 2019, dal 30% al 50% a condizione che l'intero capitale sociale sia mantenuto per almeno tre anni.

Bonus investimenti pubblicitari

È stato istituito un credito d'imposta per le imprese, i lavoratori autonomi e gli enti non commerciali in relazione agli investimenti pubblicitari incrementali effettuati sulla stampa quotidiana e periodica, anche online e sulle emittenti televisive e radiofoniche locali.

Per beneficiare dell'agevolazione è necessario che l'ammontare complessivo degli investimenti pubblicitari superi almeno dell'1% l'importo degli analoghi investimenti effettuati sugli stessi mezzi d'informazione nell'anno precedente.

Non è considerato incrementale l'investimento delle imprese che hanno iniziato l'attività nel corso dell'anno per il quale è richiesto il beneficio o di quelle che nell'anno precedente a quello per il quale il beneficio è richiesto non abbiano effettuato investimenti pubblicitari.

Il credito d'imposta è pari al 75% del valore incrementale degli investimenti effettuati, elevato al 90% nel caso di microimprese, piccole e medie imprese e startup innovative.

IL CONTESTO GIURIDICO NEGLI STATI UNITI: GLI EFFETTI DELLA PRESIDENZA TRUMP SULL'ATTIVITÀ DI M&A

Dopo circa due anni dall'insediamento del presidente Donald Trump e della sua amministrazione alla Casa Bianca, è tempo di bilanci. Dall'inizio del suo mandato, il presidente Donald Trump ha firmato 77 *executive orders* (fino a luglio 2018), e 176 *bills*, di cui 132 sostanziali (fino a giugno 2018). Molte sono le riforme fin qui realizzate e altrettanto numerose quelle in cantiere. L'agenda dell'America First ha interessato molte aree sensibili, non solo per le imprese nazionali ma anche per le multinazionali e per le operazioni *Inbound* e *Outbound* di M&A. Alcune delle riforme, già attuate o in programma, sembrano favorire tali operazioni, mentre altre potrebbero disincentivarle o richiedere maggiori investimenti strategici per ottimizzarne i risultati.

Fra le riforme o proposte di riforma a favore dell'attività M&A spiccano le seguenti: la riforma fiscale, che ha abbassato al 21% l'aliquota fiscale sul reddito delle società; un ambizioso programma di rinnovo ed espansione delle infrastrutture (ancora da definire, alla data di questo documento);

-
2. In particolare, le persone fisiche (soggetti IRPEF), residenti e non residenti in Italia, per gli investimenti effettuati dal 2017, beneficiano di una detrazione dell'imposta lorda nella misura del 30%, fino a un importo massimo dell'investimento pari a un milione di euro su base annua. I soggetti passivi dell'IRES, per i conferimenti rilevanti effettuati nel capitale delle startup innovative a partire dal 2017, possono dedurre dal proprio reddito complessivo un importo pari al 30% dell'investimento disposto, per una somma non superiore a 1,8 milioni di euro per periodo di imposta. Le predette percentuali di agevolazione sono state disposte dalla Legge di Bilancio 2017 con decorrenza dal 1° gennaio 2017 e sono state autorizzate dalla Commissione europea (SA 47184 18 settembre 2017) fino al 31 dicembre 2025.



un generalizzato programma di snellimento burocratico e di diminuzione del numero di leggi e regolamenti in essere.

Per contro, potrebbero avere un effetto frenante per l'M&A e in generale il commercio con gli USA le seguenti misure: i dazi sulle importazioni, su cui comunque vi sono speranze di riduzione, per lo meno rispetto alle merci provenienti dall'Europa; una riforma dell'immigrazione (a oggi per due volte rigettata dal Congresso) che renderebbe più difficoltoso lo spostamento del "capitale umano" verso gli USA; l'ampliamento dei poteri di revisione del CIFIUS.

Tuttavia, nel complesso, pare che le spinte propulsive all'economia superino i timori frenanti, come testimoniato dai risultati dei mercati azionari americani che, dall'inizio del 2018, continuano a registrare picchi in salita.

La riforma fiscale

Come anticipato, il *Tax Cuts and Jobs Act* di Trump, entrato in vigore il 1 gennaio 2018, è una delle più rilevanti riforme fiscali statunitensi degli ultimi tre decenni. La riforma introduce un taglio della tassazione dei redditi delle imprese dal 35% al 21%, insieme all'eliminazione di alcune detrazioni e crediti precedentemente previsti. Per quanto riguarda gli investimenti e operazioni M&A *Inbound*, i cambiamenti più innovativi della riforma sono i seguenti: l'abbassamento dell'aliquota fiscale sulle imprese al 21%; nuove regole sulla deduzione e riporto delle perdite di esercizio; norme più stringenti sul trattamento degli interessi passivi e delle operazioni ibride (come le *royalties* da licenze) fra parti correlate; una tassa per disincentivare le aziende a erodere la base imponibile soggetta a fiscalità statunitense, tramite pagamenti deducibili (interessi, spese e canoni) a parti correlate straniere (*BEAT tax*); l'estensione della nozione di imprese straniere controllate da soggetti fiscali statunitensi (CFC) ai fini fiscali, comportando un indiretto aumento delle tasse su determinati redditi di società straniere detenute per il 50% da *U.S. persons*.

Le infrastrutture

Nel febbraio 2018, il presidente Donald Trump ha annunciato un maxi piano di investimento per espandere e rinnovare le infrastrutture nazionali, prevedendo una spesa di circa 1.500 miliardi di dollari con iniziale finanziamento di 200 milioni a carico di fondi federali, sotto forma di *grants*. Ciò dovrebbe favorire investimenti e operazioni straordinarie, spesso bloccati anche dalla difficoltà di organizzare efficacemente la logistica commerciale nel vasto territorio statunitense. Si prevede che saranno innanzitutto Stati e municipalità a mobilitare le risorse, coprendo fino all'80% dei costi, soprattutto per via di incentivi e snellimenti burocratici. Gli stati in cui sono preventivati maggiori investimenti sono, nell'ordine: New York, Pennsylvania, Michigan, Texas, Washington, Ohio e Maryland.

Snellimento burocratico

Ulteriore obiettivo è lo snellimento dell'impianto burocratico nazionale, anche nell'ottica di diminuire il peso degli oneri informativi di *compliance* delle società quotate. Potrebbe essere discussa l'introduzione di una modifica da trimestrale a semestrale dell'obbligo di reportistica



delle società quotate sui mercati americani. Inoltre, l'amministrazione Trump sta cercando di implementare un piano di riduzione dei testi regolamentari, di modo che a ogni nuova iniziativa normativa corrisponda un intervento di semplificazione o riduzione normativa.

L'ampliamento dell'ambito di azione del CIFIUS

Il 13 agosto 2018 il presidente Donald Trump ha firmato una legge che amplia considerevolmente i poteri di revisione del CIFIUS (*Committee of Foreign Investments into the United States*), il comitato che monitora gli investimenti stranieri negli Stati Uniti. Precisamente, il CIFIUS è il comitato federale preposto ad analizzare operazioni straordinarie che includano investimenti stranieri ed è dotato del potere di bloccare l'operazione, anche se già completata, laddove la ritenga lesiva o potenzialmente lesiva dell'interesse alla sicurezza nazionale. Nel marzo del 2018, il CIFIUS ha bloccato la plurimilionaria operazione di takeover di Qualcomm, produttore californiano di microchip, da parte del concorrente Broad, società di Singapore, sulla base dell'interesse alla sicurezza nazionale. Il CIFIUS potrà ora analizzare non solo operazioni classiche di M&A, ma anche deal di venture capital e private equity e in generale operazioni in cui l'investitore straniero non è meramente passivo. Inoltre, il CIFIUS porrà particolare attenzione alle operazioni in ambito tecnologico, ritenendo la tecnologia uno dei principali beni di interesse e sicurezza nazionale.



7. M&A: USA E ITALIA NEL CONTESTO GLOBALE

Complici alcune grandi operazioni (tra cui senza dubbio di rilievo l'acquisizione di NTV da parte del fondo infrastrutturale GIP nonché l'acquisizione di Gianni Versace da parte di Michael Kors), si è riaccesa l'attenzione pubblica verso gli investitori esteri in Italia che, in particolare negli ultimi anni, hanno portato molte prestigiose aziende nazionali a cambiare bandiera.

L'elevato livello di *know-how* e l'*appeal* del Made in Italy caratterizzano gran parte delle aziende e del tessuto industriale del Paese, risultando da sempre elementi di forte interesse per gli investitori esteri e le loro strategie di consolidamento. In tale contesto, i dati storici evidenziano l'attenzione verso il nostro Paese da parte degli USA, costantemente tra i Paesi più attivi in Italia sia in termini di numero di investimenti effettuati, sia per controvalore investito (TABELLA 1).

(TABELLA 1) **Principali Paesi attivi in Italia (2015 – 2017)**

Anno	Paese	Valore (€m)	Paese	# Deals
2015	USA	9.103	USA	49
	Cina	8.359	Germania	32
	Olanda	7.285	Regno Unito	27
2016	Francia	6.398	USA	52
	Regno Unito	5.390	Francia	44
	USA	4.633	Regno Unito	33
2017	Francia	24.928	USA	50
	USA	3.713	Regno Unito	46
	Regno Unito	3.468	Francia	42

Source Mergermarket

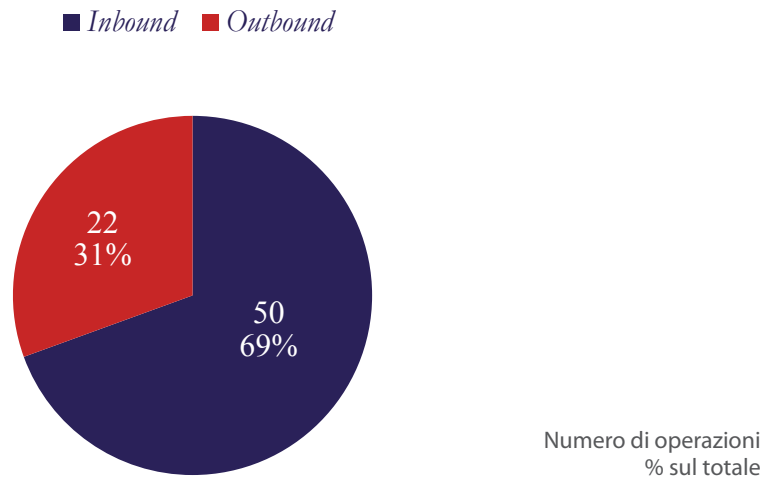
OUTLOOK DELLE OPERAZIONI DI M&A ITALIA /USA 2017

Analizzando i dati relativi alle operazioni di M&A Italia/USA annunciate nel corso del 2017, si evidenzia l'interesse da parte di operatori americani nei confronti di società italiane i cui *business* e prodotti spesso si distinguono per la forza dei propri marchi.

L'analisi evidenzia come, con riferimento all'anno in questione, le operazioni *Inbound* (operazioni in cui un'entità italiana viene acquisita da un'entità statunitense) risultino nettamente più numerose delle operazioni *Outbound* (operazioni in cui un'entità statunitense viene acquisita da un'entità italiana). In particolare, si registra che delle 72 transazioni analizzate circa il 70%

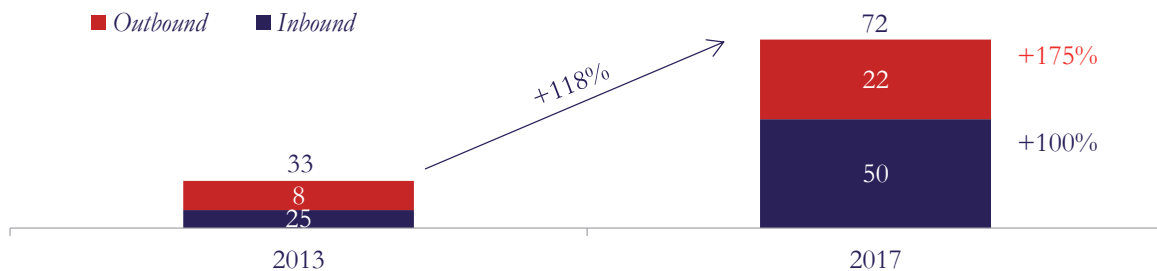
è *Inbound* (FIGURA 1), con una significativa prevalenza di operazioni di maggioranza (90% delle *Inbound* e 82% delle *Outbound*).

(FIGURA 1) **Inbound vs. Outbound — Numero di Operazioni**



Analizzando l'evoluzione storica dei dati, è possibile inoltre riscontrare che il numero delle operazioni *Inbound* è raddoppiato dal 2013 al 2017 (50 vs. 25; FIGURA 2), in un contesto di miglioramento del quadro macroeconomico del nostro Paese.

(FIGURA 2) **Evoluzione delle operazioni di M&A Inbound e Outbound Italia / US**



Per quanto riguarda le evidenze settoriali, emerge una maggiore attenzione delle aziende USA verso i comparti *Industrial* e *Business Services* italiani, mentre le aziende italiane nelle loro operazioni negli Stati Uniti sono risultate più attive nei comparti *Consumer & Retail* e *Industrial*.

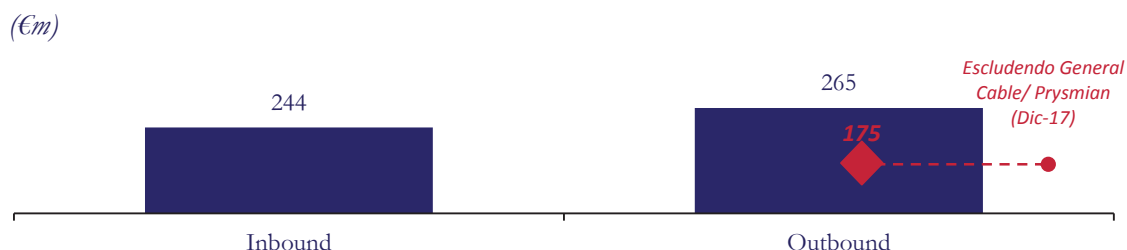
Con riferimento all'aspetto dimensionale delle operazioni in esame, l'*Enterprise Value* medio risulta maggiore per le operazioni *Outbound* rispetto alle operazioni *Inbound* (€265m vs. €244m) (FIGURA 3).

Tuttavia, escludendo dal campione delle operazioni *Outbound* l'acquisizione di General Cable da parte di Prysmian per €2.1bn, l'*Enterprise Value* medio del campione *Outbound* scende a €175m,



denotando pertanto, contrariamente a quanto si evincerebbe da un'analisi della mera media aritmetica, una dimensione generalmente inferiore degli investimenti effettuati da società italiane in società basate negli USA.

(FIGURA 3) **Inbound vs. Outbound — Enterprise Value Medio**



Osservando la dispersione dei fatturati delle target USA (*Outbound*), si può notare come la maggioranza delle operazioni abbia a oggetto società con fatturato inferiore a €50m e, solo in rari casi, le operazioni hanno avuto a oggetto società con fatturato superiore a €200m (FIGURA 4).

Escludendo nuovamente dal campione l'operazione General Cable / Prysmian, si nota come nessuna delle altre acquisizioni abbia a riferimento una società basata negli USA con ricavi superiori a €100m; viceversa, si osservano diversi esempi di target italiane acquisite che riportano ricavi superiori a tale soglia.

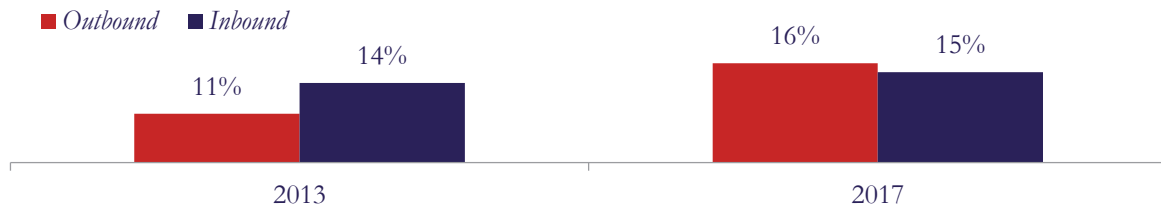
(FIGURA 4) **Inbound vs. Outbound - Analisi di Dispersione del Fatturato delle Società Target**



Con riferimento alla tipologia di acquirente, a fronte di una equilibrata distribuzione tra acquirenti strategici (60%) e acquirenti finanziari (40%), tra le operazioni *Inbound*, emerge la totale assenza di transazioni realizzate da fondi d'investimento italiani su imprese USA. Ciò è coerente con il mandato di buona parte dei fondi d'investimento italiani, generalmente limitato a operazioni nel mercato domestico o tutt'al più europeo. Tale elemento, di fatto, riequilibra il confronto, in termini assoluti, tra operazioni *Inbound* e *Outbound* portate a termine da operatori industriali (30 vs. 22) nonostante le dimensioni molto differenti delle rispettive economie.

Analizzando infine le operazioni Italia/USA nel più ampio panorama delle transazioni *cross-border*, si conferma nel 2017 l'interesse reciproco tra i due Paesi (FIGURA 5). Osserviamo infatti che il numero di transazioni *Inbound* Italia/USA rappresenta il 15% del totale delle transazioni *Inbound* registrate nel 2017 (14% nel 2013) e che il 16% delle transazioni *Outbound* sono state effettuate da società italiane verso *player* USA (11% nel 2013).

(FIGURA 5) **Percentuale delle operazioni M&A Italia / US su totale mercato Italia**

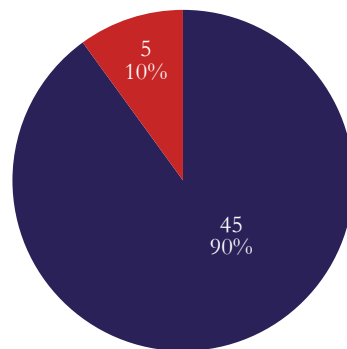


FOCUS SULLE OPERAZIONI INBOUND

Le operazioni *Inbound* Italia/USA annunciate nel 2017 hanno avuto a oggetto quasi esclusivamente operazioni di maggioranza (45 operazioni, 90% del totale), mentre solo in pochi casi le acquisizioni hanno avuto a oggetto pacchetti di minoranza (5 operazioni, 10% del totale) (FIGURA 6).

(FIGURA 6) **Operazioni Inbound — Maggioranza vs. Minoranza**

■ Operazioni di Maggioranza ■ Operazioni di Minoranza



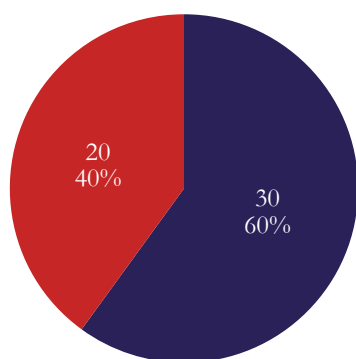
Numero di operazioni
% sul totale

L'analisi degli acquirenti statunitensi evidenzia come la qualità e la strategicità delle realtà imprenditoriali italiane acquisite sia risultata di interesse sia da operatori industriali che finanziari, con la prevalenza dei primi sui secondi (30 vs. 20) (FIGURA 7).

Focalizzando l'attenzione sugli acquirenti finanziari, si può notare come si tratti prevalentemente di fondi con forte presenza europea, specializzati in *upper mid-market*. Vi sono anche casi di fondi di venture capital che hanno investito in startup o società *early stage* italiane. Risultano invece sostanzialmente assenti i *player* finanziari americani specializzati in *lower mid-market*.

(FIGURA 7) Operazioni Inbound — Acquirenti Strategici vs. Acquirenti Finanziari

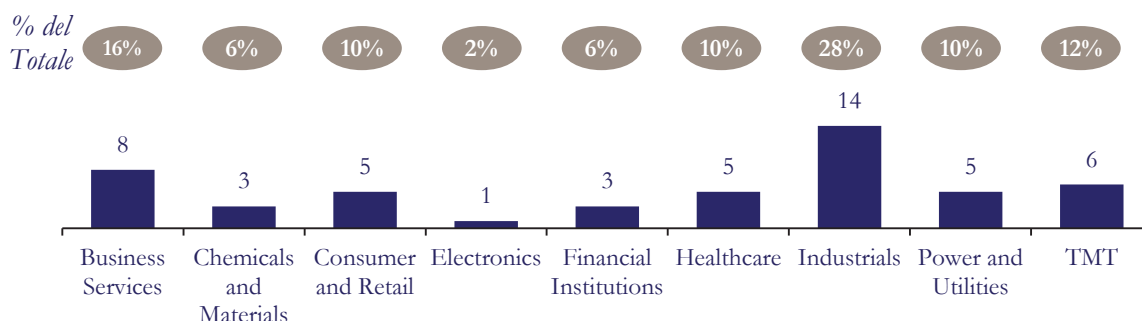
■ Acquirenti Strategici ■ Acquirenti Finanziari



Numero di operazioni
% sul totale

I settori che sono stati caratterizzati da maggiore attività e attenzione da parte degli operatori statunitensi, sia strategici, sia finanziari, sono stati quello industriale (14 operazioni, 28% del totale), quello dei *Business Services* (8 operazioni, 16% del totale) e quello *Telecom, Media & Technology* (6 operazioni, 12% del totale) (FIGURA 8).

(FIGURA 8) Operazioni Inbound — I Settori Oggetto di Attività (2017)



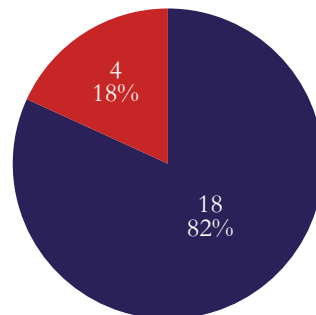
A livello 'di sistema', le operazioni di fusione e acquisizione hanno generalmente effetti positivi sulle imprese acquisite, sia da un punto di vista economico, sia in termini di produttività, permettendo di trasformare *'family-owned business'* in *player* globali, senza perdere l'identità e l'essenza italiana dell'azienda. Inoltre, l'ingresso di nuovi investitori può portare notevoli benefici non solo in termini di capitali, ma anche nuove capacità manageriali e *governance* più efficaci nella gestione d'impresa.

FOCUS SULLE OPERAZIONI OUTBOUND

Le operazioni *Outbound* annunciate nel 2017, in linea con quelle *Inbound*, hanno avuto a oggetto in prevalenza pacchetti di maggioranza (18 operazioni, 82% del totale) e solo in pochi casi pacchetti di minoranza (4 operazioni, 18% del totale) (FIGURA 9).

(FIGURA 9) **Operazioni Outbound — Maggioranza vs. Minoranza**

■ Operazioni di Maggioranza ■ Operazioni di Minoranza

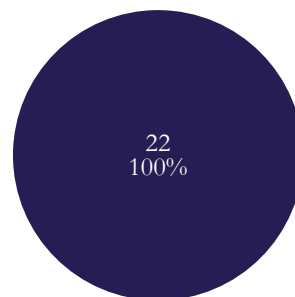


Numero di operazioni
% sul totale

Diversamente dalle operazioni *Inbound*, i soggetti italiani che hanno effettuato acquisizioni di entità statunitensi nel 2017 sono stati esclusivamente operatori strategici. Tale dato non dovrebbe tuttavia stupire essendo il settore dei fondi di investimento italiani un fenomeno più ristretto rispetto a quello statunitense (FIGURA 10).

(FIGURA 10) **Operazioni Outbound — Acquirenti Strategici vs. Acquirenti Finanziari**

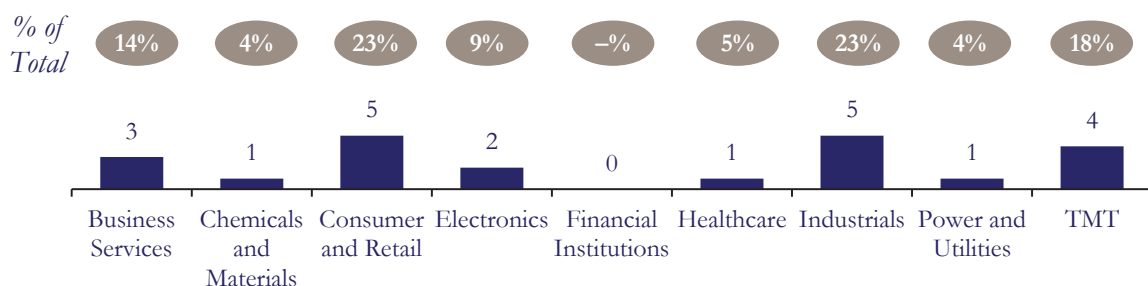
■ Acquirenti Strategici



Numero di operazioni
% sul totale

Per quanto concerne i settori di operatività delle realtà statunitensi oggetto di acquisizione da parte degli operatori italiani, i più ricorrenti sono quello industriale (5 operazioni, 23% del totale), *Consumer & Retail* (5 operazioni, 23% del totale) e *Telecom, Media & Technology* (4 operazioni, 18% del totale) (FIGURA 11).

(FIGURA 11) **Operazioni Outbound — I Settori Oggetto di Attività**



La crescita tramite operazioni di M&A può rappresentare una strategia fondamentale per consentire alle aziende italiane di raggiungere maggiore competitività nel contesto globale, realizzando una crescita dimensionale e ottenendo lo sbocco su nuovi mercati, che sarebbero difficilmente e molto più lentamente ottenibili tramite un percorso di crescita organica.

OPERAZIONI DI M&A ITALIA /USA 2018

Nel 2018 sono state annunciate 61 operazioni, di cui 51 a oggi³ completate con una prevalenza di operazioni *Inbound* rispetto a quelle *Outbound* (FIGURA 12).

(FIGURA 12) *Inbound vs Outbound* (operazioni completate)



Se anche le 10 operazioni solo annunciate dovessero giungere al closing, il totale di operazioni completato per il 2018 sarebbe inferiore al dato 2017 (72 operazioni concluse) (-15% circa).

Con riferimento alla tipologia degli investitori, gli acquirenti strategici hanno continuato a rappresentare la categoria più attiva, mentre si registra una contrazione (dal 40% al 33%) dell'incidenza relativa delle operazioni realizzate da *financial sponsor* su target italiane.

Si conferma, inoltre, la pressoché totale assenza di investitori finanziari italiani su target estera (FIGURA 13).

(FIGURA 13) *Suddivisione operazioni per tipologia di bidder - Totale operazioni completate*

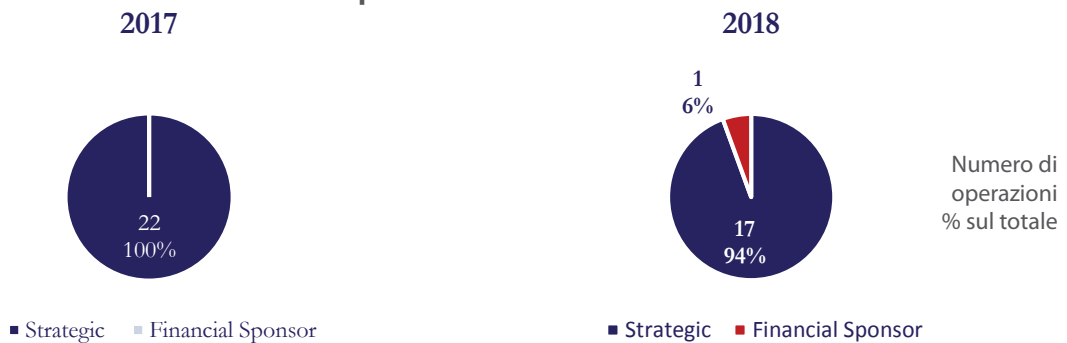


3. Data di stesura del capitolo: gennaio 2019. A livello metodologico, il confronto tra i dati 2018 e 2017 in questa sede potrebbe risultare non pienamente significativo in quanto alcune operazioni annunciate nel 2018, potrebbero effettivamente chiudersi nel corso del 2019 dopo la stesura del presente paper.

Operazioni *Inbound*

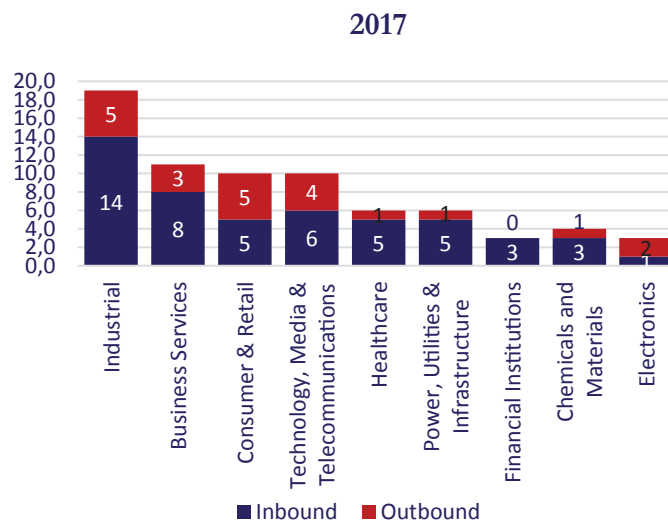


Operazioni *Outbound*

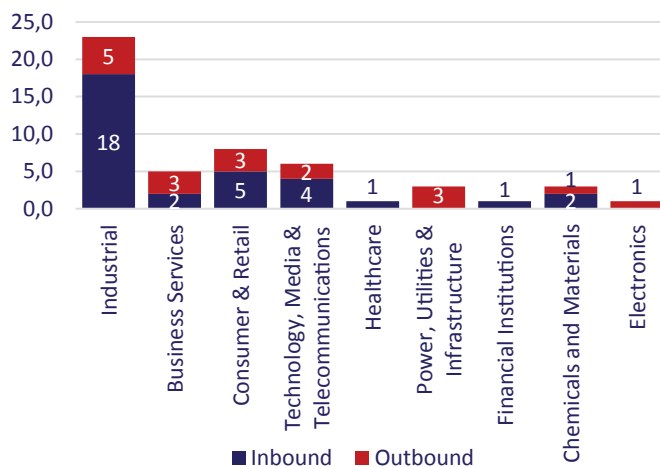


Il settore industriale ha svolto, in linea con il dato storico, un ruolo di traino nell'ambito dell'M&A Italia/USA, registrando un aumento (da 14 a 18) del numero di operazioni *Inbound*. Il settore *Business Services* ha visto invece diminuire l'attivismo dei *Buyer* statunitensi (da 8 a 2 deal), mentre è rimasto pressoché invariato il numero di operazioni *Inbound* nei settori *Consumer & Retail* e *Telecom, Media & Technology*. Performance negativa in tutti gli altri settori identificati (FIGURA 14).

(FIGURA 14) **Settore della società target**



2018

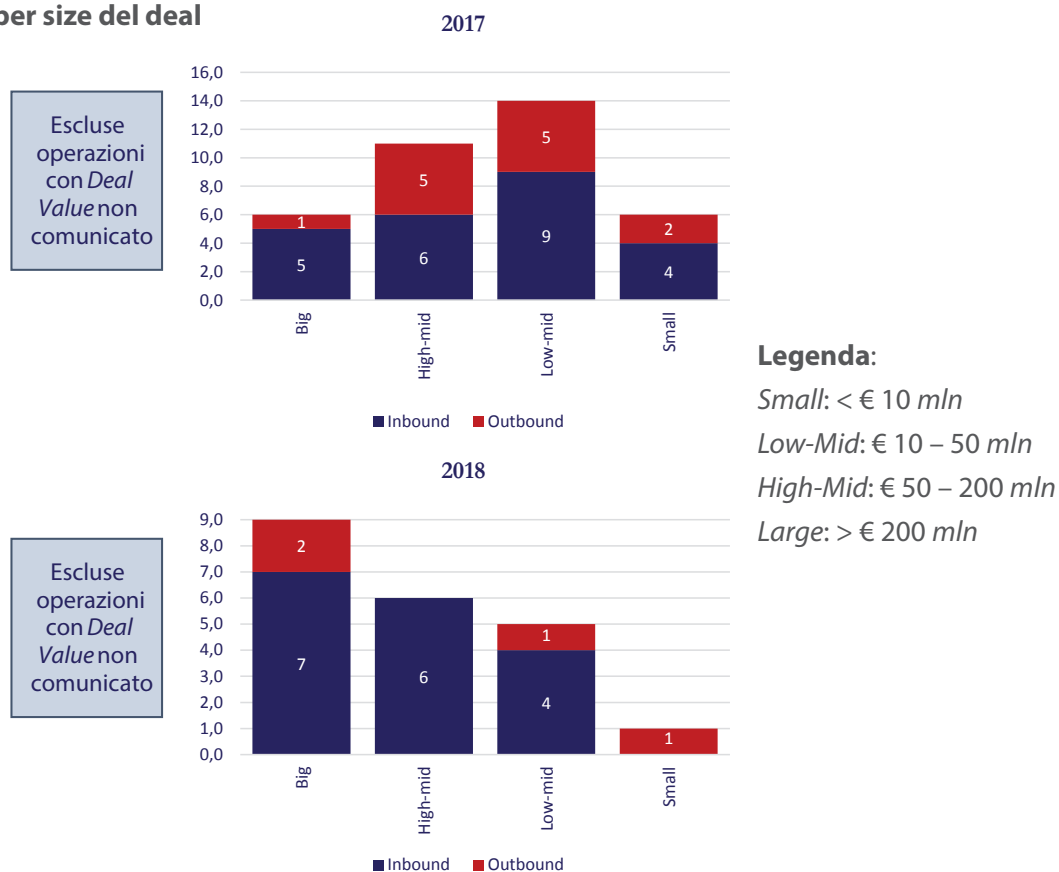


Infine, l'analisi dei *deal* per dimensione registra principalmente i seguenti trend:

- la diminuzione dell'attività degli investitori USA nel segmento *Small* e *Low-mid*;
- la riduzione dell'attività *Outbound* nel *Mid Market*.

È rimasto invece solido il presidio dei *buyer* USA nei segmenti *Big* e *High-Mid* (FIGURA 15), nonostante il 2018 si sia caratterizzato per le maggiori incertezze legate alla situazione politica nel nostro Paese.

(FIGURA 15) Trend per size del deal



8. PERCHÉ LE IMPRESE ITALIANE INVESTONO NEGLI USA

Il Gruppo di Lavoro in questa prima edizione dell'Osservatori M&A ha cercato di estrapolare i principali *driver* qualitativi che caratterizzano gli investimenti italiani negli USA, analizzando ancora più nel dettaglio un campione ristretto di operazioni effettuate nel 2017 da società di medie e grandi dimensioni tutte caratterizzate dall'acquisto del 100% della società target.

Le operazioni analizzate sono l'acquisto da parte di Enel Green Power S.p.A. di Demand Energy Networks, Inc. ed EnerNOC, Inc. (rispettivamente nel gennaio e nell'agosto 2017); l'acquisto del progetto fotovoltaico Canadian Solar IS-42 da parte di Falck Renewables S.p.A. (closing a dicembre 2017) e l'acquisto di Alphagraphics Inc. da parte di Mail Boxes Etc. nell'ottobre 2017.

I tre casi di studio sono stati realizzati sulla base di interviste singole ai manager e/o di un questionario compilato dall'azienda. Le risposte sono state aggregate, nel rispetto della differente prospettiva che caratterizza ciascun business e della dimensione delle aziende stesse e dei loro *target*, con l'obiettivo di far emergere gli elementi comuni nella strategia espansiva verso gli USA e di evidenziare, da un lato, quali aspetti fungono da propulsore per le acquisizioni e gli ulteriori investimenti negli anni a venire, nonché, dall'altro lato, i potenziali elementi di incertezza.

Come evidenziato nel capitolo precedente grazie all'analisi dell'ampio campione del database sulle operazioni *Outbound*, le società italiane che acquisiscono asset negli Stati Uniti hanno un focus esclusivamente strategico. In particolare, a causa della totale assenza di transazioni realizzate da fondi di investimento italiani, i *buyer* italiani sono aziende italiane di medie-grandi dimensioni che puntano all'espansione geografica a livello mondiale e all'acquisto di tecnologia, *know-how* o rete distributiva. I casi di Enel, Falck Renewables e Mail Boxes Etc. si inseriscono perfettamente in questo panorama.

Gli Stati Uniti rappresentano un mercato fondamentale nella strategia di espansione internazionale dei gruppi italiani che desiderano raggiungere una scala dimensionale rilevante. Al di là delle differenze dimensionali e di business delle aziende intervistate, è importante sottolineare come le ragioni di tale scelta non risiedano solo nel potenziale derivante dai fondamentali solidi dell'economia statunitense e da tassi di crescita positivi del PIL e dell'occupazione.

Gli Stati Uniti rappresentano una meta ideale per gli investimenti strategici poiché costituiscono un "*mercato competitivo, efficiente e con poca burocrazia*". Il mercato USA è ricco di opportunità e soprattutto mette a disposizione un sistema che consente di completare i deal in tempi molto rapidi.

La stabilità del sistema-Paese è un tema cruciale nella scelta dell'investimento non solo in prospettiva della prosperità del business, ma soprattutto in vista dell'ottenimento del



finanziamento per le acquisizioni e per il loro ulteriore sviluppo: *“Gli USA sono un Paese molto accogliente per chi vuole fare business, gli operatori trovano le risorse necessarie per svilupparsi: infrastrutture, talenti, advisory e banche solide. L’Europa è meno ricca di questo tipo di resourcefulness”.*

La discontinuità creata dall’elezione di Trump non ha creato al momento *disruption* per le aziende intervistate. Nonostante la politica economico-fiscale di Trump non venga considerata dagli intervistati incentivante per i consumi, essa ha invece incentivato l’impresa e gli investimenti tramite un abbassamento notevole delle tasse, lo snellimento burocratico e un programma importante di potenziamento delle infrastrutture.

Gli elementi di incertezza o preoccupazione emersi dalle interviste, seppur non percepiti dagli intervistati come minacce, riguardano principalmente l’imposizione di nuovi dazi sulle importazioni, in particolare sui prodotti cinesi, non tanto nella prospettiva dell’aumento dei prezzi delle forniture, ma in vista di una possibile aspra guerra commerciale che allontani gli investitori. *“Rispetto ai dazi”,* nella prospettiva delle aziende in fase espansiva, si ritiene tuttavia che *“impatterà molto di più l’aumento dei tassi di interesse che renderanno più costoso finanziare la crescita tramite il ricorso al funding di terze parti, in particolare per la media impresa con minore potere negoziale rispetto alle large corporates”.*

Conglomerate

Horizontal

Conglomerate

Extension



American Chamber of Commerce in Italy

Via Cantù 1 - 20123 Milano
Tel. +39 02 86 90 661- Fax +39 02 39 29 67 52
amcham@amcham.it - www.amcham.it