



M&A E COVID-19: QUALI STRATEGIE PER RIPARTIRE?

ATTI DEL CONVEGNO

Gruppo di Lavoro M&A
AmCham Italy

Maggio 2020



M&A E COVID-19: QUALI STRATEGIE PER RIPARTIRE?

ATTI DEL CONVEGNO

Gruppo di Lavoro M&A

Maggio 2020

American Chamber of Commerce in Italy





M&A E COVID-19: QUALI STRATEGIE PER RIPARTIRE?

Giovedì 14 maggio 2020, 11.30

11.15 – 11.30	Check-in
11.30 – 11.40	Opening Remarks <i>Luca Arnaboldi</i> , Presidente AmCham Italy <i>Simone Crolla</i> , Managing Director AmCham Italy
11.40 – 12.40	ROUNDTABLE pag. 2 Alcuni spunti legali per le operazioni M&A ai tempi del Coronavirus <i>Antonio Pedersoli</i> , Presidente Gruppo di Lavoro M&A AmCham Italy, Partner Pedersoli Studio Legale pag. 5 Considerazioni sulle valutazioni aziendali nella situazione attuale <i>Enrico Rovere</i> , Managing Director Head of Business Valuation Italy Duff & Phelps pag. 7 L'impatto dell'emergenza sul mercato italiano del Private Equity <i>Roberto Del Giudice</i> , Responsabile Comunicazione, Investor Relations e CSR Fondo Italiano d'Investimento SGR pag. 9 Coronavirus e M&A: quali scenari nel contesto internazionale? <i>Raffaele Vitale</i> , Partner PAI Partners
12.40 – 13.00	Q&A



1. AVV. ANTONIO PEDERSOLI PRESIDENTE DEL GRUPPO DI LAVORO M&A AMCHAM ITALY, PARTNER PEDERSOLI STUDIO LEGALE

Le operazioni di M&A, se opportunamente sviluppate, rappresentano per le imprese un acceleratore del percorso di crescita, anche a livello internazionale, in quanto consentono di sviluppare nuovi mercati, di espandersi o guadagnare competenze tecnologiche, *know-how*, reti distributive e logistiche, oltre che di acquisire nuove capacità manageriali e pratiche di governance più efficaci nella gestione d'impresa.

In Italia, le dimensioni ridotte delle imprese hanno spesso impatti rilevanti sulla competitività, anche in termini di minori investimenti in ricerca e sviluppo e capacità di internazionalizzazione oltre che di appeal verso i manager più preparati. Per questo motivo, i fondi di private equity sono particolarmente interessati al mercato italiano, dove le aziende, nonostante la mancanza di grandi gruppi in grado di fungere da poli aggreganti, offrono comunque un importante tasso di eccellenza e innovazione.

In questo contesto, il Gruppo di Lavoro M&A dell'American Chamber of Commerce in Italy ha avviato nel 2018 il suo studio sul trend dei flussi di investimenti tra Italia e Stati Uniti, rilevando una progressiva crescita delle operazioni *outbound* e una concentrazione settoriale delle operazioni *inbound*.

A. COMMENTI AI DATI DELL'ATTIVITÀ M&A IN ITALIA E NEGLI STATI UNITI NEI PRIMI 4 MESI DEL 2020

Osservando i dati dei primi 4 mesi del 2020 e confrontandoli con lo stesso periodo del 2019, emerge come l'attività di M&A in Italia, negli Stati Uniti e tra società italiane e statunitensi abbia fortemente risentito dell'emergenza Covid-19, in particolare nei mesi di marzo e aprile.

L'attuale situazione macroeconomica ha infatti causato:

- una maggiore incertezza nelle prospettive future di acquirenti e target;
- una distrazione di liquidità verso fini più operativi, diversi rispetto ad acquisizioni e investimenti;
- un repentino disallineamento tra domanda e offerta;
- una maggior prudenza richiesta ai soggetti finanziatori.

Inoltre, le limitazioni fisiche legate ai *lockdown* imposti dai diversi Governi hanno fortemente condizionato e rallentato le attività legate ai processi di M&A ancora in corso, nonostante il

telelavoro abbia permesso a tutti gli advisor (finanziari, legali, fiscali etc.) di continuare a operare efficacemente.

Analizzando gli indicatori principali dei primi 4 mesi 2020 e confrontandoli con lo stesso periodo del 2019, notiamo che:

- l'attività di M&A sia in Italia, sia negli Stati Uniti, ha sofferto una forte riduzione in termini di valore (c.-30% Italia e c.-50% Stati Uniti) e di volumi (c.-35% Italia e c.-30% Stati Uniti);
- in termini assoluti il controvalore delle operazioni in Italia si è ridotto di circa €4 miliardi (circa 80 operazioni in meno) mentre negli Stati Uniti la riduzione risulta essere di circa €300 miliardi (circa 750 operazioni in meno);
- le operazioni *outbound* (società italiana che acquisisce una società statunitense) risultano dimezzate in termini di volumi (5 vs 11), con un controvalore totale che è passato da circa €1,8 miliardi nel 2019 a circa €250 milioni nello stesso periodo del 2020;
- risultano invece in linea con i primi 4 mesi del 2019 i dati relativi alle operazioni *inbound* (società statunitense che acquisisce società italiana) con 12 operazioni tra gennaio e aprile 2020 (rispetto a 11 nello stesso periodo del 2019), per un controvalore totale di circa €1,7 miliardi (circa €1,4 miliardi nel 2019).

Va ricordato tuttavia che l'orizzonte temporale di osservazione è limitato a 4 mesi. Occorrerà attendere qualche mese per cogliere un trend più puntuale dell'attività di M&A e misurare gli impatti che il Covid-19 ha generato sul settore.

B. ALCUNI SPUNTI LEGALI PER LE OPERAZIONI M&A AI TEMPI DEL CORONAVIRUS

Ad oggi non ci sono i termini per avere una casistica definitiva, dato che siamo ancora nella fase acuta della crisi sanitaria e il *lockdown* ha rallentato e/o fermato ogni tipo di attività. Di conseguenza, è necessario aspettare i prossimi mesi per valutare le conseguenze di questa situazione da un punto di vista legale. Tuttavia, è possibile iniziare ad analizzare alcuni aspetti di interesse e particolarmente utili.

Un primo ambito è quello dei **contratti non attualmente conclusi**, ma ancora oggetto di negoziazioni, iniziate prima del sorgere della pandemia. Infatti, l'effetto del Covid-19 può influenzare le prospettive di business di una società target, oggetto di negoziazione, e addirittura mutarle profondamente, in negativo. Di conseguenza, il compratore potrebbe sia non voler più portare a termine un'operazione, sia volerne rinegoziare le condizioni. Talvolta, peraltro, potrebbero anche esserci effetti positivi, come nel caso di un'azienda target attiva in un settore che non solo non abbia risentito della crisi pandemica, ma che addirittura ne abbia beneficiato (alimentare, *pharma*, *logistics*, *new tech*).

In questo contesto potrebbero sorgere discussioni sulla legittimità del recesso dalla negoziazione o della richiesta di modifica di termini e condizioni negoziati fino a un certo momento, con potenziali responsabilità precontrattuali e in capo alla parte recedente. Seppur in termini

generali, va detto che il principio di buona fede sarà alla base di ogni valutazione. Fermo restando questo principio, il recesso dalle trattative, motivato adeguatamente, anche in seguito all'offerta di un'eventuale rinegoziazione delle condizioni, potrebbe essere legittimo, purché, evidentemente, le trattative siano iniziate prima della pandemia: se le trattative fossero iniziate a pandemia in corso, infatti, sarebbe difficile far leva sulla crisi generata dal Covid-19 per sottrarsi o cambiare condizioni.

Riguardo ai **contratti che saranno conclusi, si può immaginare che**, per ritrovare un equilibrio, verranno negoziati degli earn-out, ossia dei meccanismi di riconoscimento di un prezzo differito al raggiungimento di certi risultati.

Non sempre sarà semplice disciplinarlo in maniera equilibrata per entrambe le parti, ma, di fronte all'incertezza dei risultati, una soluzione potrebbe essere proprio quella di non rinunciare all'operazione, quanto piuttosto di rimandare a un momento successivo la verifica di un certo risultato, ovvero dell'effettivo ammontare dei costi di una ristrutturazione aziendale.

Ci potrà poi essere un ulteriore incremento nell'utilizzo di polizze assicurative a copertura di dichiarazioni e garanzie (*"representations and warranties"*), che potrebbero essere un elemento facilitatore nelle operazioni di acquisizione. Sarà d'altra parte sempre più difficile la definizione di condizioni sospensive e la cosiddetta MAC (*"Material Adverse Change"*) dovrà essere redatta in maniera puntuale, dato che in questo contesto si cercherà probabilmente di negoziare il minor numero possibile di condizioni sospensive che possano mettere a rischio l'operazione.

Un ulteriore profilo che vale la pena di analizzare è quello dei **contratti di acquisizione già sottoscritti ma ancora da eseguire**, in altre parole delle operazioni che si trovassero tra signing e closing.

Se il contratto, come spesso succede, contenesse una MAC, con l'esecuzione quindi subordinata al non verificarsi di determinati eventi estremamente rilevanti e imprevedibili, molto probabilmente con il Covid-19 essa potrebbe essere invocata (per esempio, in alcuni casi, la Brexit ha costituito una causa rilevante a questi fini). Se però non fosse stata inserita una MAC, possiamo immaginare l'insorgere di diversi contenziosi che avranno a oggetto la risoluzione del contratto, in primis per eccessiva onerosità sopravvenuta. In questo ambito, nuovamente, giocheranno un ruolo fondamentale i principi di buona fede nell'esecuzione del contratto e quello di solidarietà fra le parti: questo in quanto buona fede e solidarietà potrebbero comportare che prima di pretendere la risoluzione del contratto per onerosità, laddove applicabile, si possa dare vita a una fase di rinegoziazione degli accordi al fine di ristabilire il giusto equilibrio tra le prestazioni delle parti.

2. ENRICO ROVERE

MANAGING DIRECTOR HEAD OF BUSINESS VALUTATION ITALY DUFF & PHELPS

A. CONSIDERAZIONI SULLE VALUTAZIONI AZIENDALI NELLA SITUAZIONE ATTUALE

Il contesto attuale è particolarmente complesso, non solo per le operazioni M&A, ma anche per tutto ciò che concerne il contesto economico in generale.

Nei primi quattro mesi di pandemia, le principali borse mondiali hanno subito una notevole decrescita. In particolare, il FTSE MIB tra il 31 dicembre 2019 e il 12 maggio 2020 è diminuito del 25%, il DAX del 18%, il FTSE 100 del 21% e l'S&P 500 dell'11%. Sulle borse si è iniziato a vedere un cauto ottimismo per il futuro, grazie ai timidi segnali di ripresa iniziati a registrare verso metà maggio.

Questo contesto ha un impatto sull'andamento dei multipli di mercato in alcuni settori. Andando a valutare l'impatto del Covid-19 sull'attuale contesto economico, calcolando i multipli LTM ("Last Twelve Months" o ultimi 12 mesi) di un campione di società a livello globale che operano in 8 differenti settori, in generale si può notare come i multipli mediani LTM dell'EBITDA e dei Revenue tra fine 2019 e inizio maggio 2020 siano scesi rispettivamente dell'11,0% e del 21,3%. Tale diminuzione deve essere analizzata in maniera più dettagliata, poiché il multiplo è il quoziente di due componenti, *Enterprise Value e metric* (ad es. Revenue o EBITDA), ed è quindi necessario comprendere l'evoluzione nel tempo di entrambi. In uno scenario di elevata incertezza come quello legato al Covid-19, sembrerebbe più appropriato utilizzare multipli su *metric forward* rispetto ai multipli con metric storiche perché i *forward* dovrebbero tener conto di piani rivisti.

Non si può prescindere dal contesto attuale, che vede un andamento negativo del PIL reale negli USA di -5,5% (maggio 2020), con un rimbalzo del +4,3% nel 2021 post-Covid. Per quanto riguarda l'Eurozona, si osserva una decrescita del -6,9% e un recupero stimato al +4,3%. L'Italia sembra destinata ad essere fanalino di coda dell'UE, con una perdita di PIL compresa tra il -8,0% e il -10,7%, anche se nel 2021 si prevede una ripresa compresa tra il +4,6% e il +6,6%.

Parlando di valutazioni, si sottolineano due principali determinanti del valore: da una parte il costo del capitale, influenzando l'azienda sulla base dell'andamento del mercato e del panorama economico; dall'altro invece si considerano piani e prospettive aziendali.

Riguardo al costo del capitale, è necessario capire quale tasso privo di rischio (*risk-free rate*) sia da utilizzare. Durante periodi di estrema volatilità, in cui il *risk-free rate* appare insolitamente basso a causa di fenomeni di *flight-to-quality*, ovvero ripiegare su investimenti più sicuri, o importanti interventi di politica monetaria (es. QE o allentamento quantitativo), sarebbe consigliabile l'impiego di un tasso normalizzato.

In merito all'analisi dell'andamento storico di alcune variabili chiave dell'Italia, si sottolinea

che, a seguito del Covid-19, l'ERP (*"Equity Risk Premium"* o premio per il rischio azionario) viene incrementato per riflettere il maggior rischio per gli azionisti. Per quanto riguarda il CRP (*"Country Risk Premium"* o premio per il rischio del Paese), che nel 2019 è risultato compreso tra valori minimi dell'1,7% e valori massimi del 2,9% (a marzo 2019 a seguito delle elezioni amministrative), riflettendo la diversa rischiosità percepita dagli operatori nell'investire nel Paese, in seguito al Covid-19 viene stimato in aumento al 2,4%.

Infine, l'aspetto più importante riguarda la capacità di generare flussi di cassa e redditività. A fronte di questo nuovo scenario economico occorre chiedersi se i business plan già redatti dalle società siano ancora validi, o se le aziende si siano già attivate per rivederli, in maniera più o meno marcata a seconda dei settori e dei Paesi di attività. Probabilmente in questo momento le società non sono ancora in grado di rivedere in modo affidabile le loro stime, in quanto ad oggi è difficile stimare quantitativamente gli impatti del Covid-19, essendo la situazione ancora molto incerta e instabile.

Si renderà dunque necessaria una revisione dei piani secondo diversi aspetti: in primis i Ricavi (impatto sulla domanda da parte dei clienti, tempistiche di incasso, salute finanziaria dei clienti), seguiti dai temi di *supply chain* (tempistica e disponibilità delle merci, costo del venduto, salute finanziaria dei fornitori) e *operations* (disponibilità dei lavoratori, livello di produttività, capacità di lavorare da remoto mantenendo i requisiti di *cybersecurity*).

In ogni caso occorre tener presente che l'effetto sui piani interesserà non solo gli aspetti economici, ma anche quelli patrimoniali, in quanto potranno esserci ritardi negli investimenti previsti e si potrà assistere ad un'ulteriore dilazione dei pagamenti, con conseguenti effetti sul capitale circolante e sui flussi di cassa, e possibili effetti anche sui *covenant* finanziari.

3. ROBERTO DEL GIUDICE

RESPONSABILE COMUNICAZIONE, INVESTOR RELATIONS E CSR FONDO ITALIANO D'INVESTIMENTO SGR

B. L'IMPATTO DELL'EMERGENZA SUL MERCATO ITALIANO DEL PRIVATE EQUITY

La caratteristica principale di Fondo Italiano d'Investimento è quella di gestire "capitali pazienti", cosa che rappresenta senz'altro un vantaggio in situazioni come questa, essendo senz'altro meno soggetti a eventi contingenti. Ovviamente questo non vuol dire che tali attività siano immuni dall'effetto Covid-19, ma senz'altro sono meno esposte rispetto ad altri intermediari finanziari.

Vediamo dunque quali sono i principali impatti dell'emergenza sanitaria sull'attività del fondo, distinguendo tra le principali fasi che caratterizzano la vita di un fondo mobiliare chiuso di private equity, cercando sempre di distinguere tra effetti negativi ed effetti, almeno potenzialmente, positivi.

Fundraising. Cominciamo con il dire che la raccolta ad oggi è realizzata esclusivamente nei confronti di investitori istituzionali italiani. Per questi investitori in questo momento l'impiego di capitali nei mercati privati rappresenta senz'altro un'opportunità, sia per la più ridotta volatilità rispetto ai mercati pubblici, sia, e ancor più, perché è empiricamente provato che, storicamente, i fondi nati in periodi di recessione hanno realizzato performance migliori rispetto a quelli raccolti in periodi di boom, comprando a prezzi migliori anche in seguito alle crisi, come è accaduto, per esempio, dal 2009 in poi.

Al tempo stesso, gli investitori istituzionali italiani, soprattutto quelli di natura previdenziale, scontano in questo momento problemi di liquidità, sia perché in molti hanno deciso di sospendere il pagamento dei contributi da parte degli iscritti, sia perché stanno ricevendo spesso richieste di anticipi delle prestazioni. Questo li rende investitori particolarmente cauti, seppur attratti dal prodotto private equity. Inoltre, il ridimensionamento del valore dei patrimoni quotati gioca sfavorevolmente anche in termini di necessità di riduzione della quota di investimento in asset illiquidi, che altrimenti rischierebbe di pesare eccessivamente sul patrimonio complessivo.

Investimenti. Oggi, per ovvi motivi di valutazione, pianificazione e incertezza, avviare un processo di investimento è estremamente complicato. L'attività di investimento del fondo è, infatti, completamente orientata alla crescita, e questo fa sì che prima di realizzare nuovi investimenti sia necessario avere più chiaro quando la pandemia sarà in qualche modo sotto controllo.

Tuttavia, ci sono degli aspetti positivi: quasi tutti gli strumenti di intervento pensati per sostenere le aziende nel breve termine sono strumenti di debito, e questo renderà sempre più importante il ruolo dell'equity come strumento per dare avvio ad una vera ripresa. La parola d'ordine dei

prossimi mesi sarà, infatti, *deleverage*, senza il quale sarà difficile parlare di ripartenza.

Notiamo che le aziende che oggi hanno più facilmente resistito alla crisi presentano dimensioni maggiori, sono meglio organizzate, internazionalizzate e presenti su più mercati e tecnologicamente più avanzate. Questo è esattamente l'obiettivo che si pone un fondo di private equity quando entra nel capitale di una impresa, e, dato il contesto italiano in cui prevalgono le PMI a gestione familiare, questo sarà ancora più di prima il vantaggio strategico dei fondi di private equity. Si auspica che questi segnali positivi si possano vedere già a partire dalla fine dell'anno.

Gestione del portafoglio. Oggi abbiamo sei partecipazioni divise su due fondi diretti, più una serie di fondi di fondi che investono in altri fondi che hanno in portafoglio più di 200 aziende. In molte di queste aziende si stanno verificando problemi di liquidità, specialmente in quelle operanti nei settori più colpiti, come quelli legati all'*automotive*. Al tempo stesso, molte aziende dell'*high-tech* hanno avuto un vero e proprio *boom* durante il periodo di *lockdown*. In questo momento siamo dunque impegnati a sostenere le aziende più in difficoltà, anche se per fortuna non abbiamo casi "critici".

Al tempo stesso, proprio in questi momenti possono venirsi a creare le condizioni per effettuare degli *add-on* sulle aziende del portafoglio e portare avanti processi di consolidamento industriale. Una nostra partecipata, Fonderie di Montorso, per esempio, ha appena concluso l'acquisizione di un'altra piccola fonderia, la Scaranello. Segno che dalla crisi possono arrivare anche importanti opportunità.

4. RAFFAELE VITALE PARTNER PAI PARTNERS

A. CORONAVIRUS E M&A: QUALI SCENARI NEL CONTESTO INTERNAZIONALE?

Dato il periodo di emergenza, è estremamente difficile fare previsioni sul lungo termine, anche se saranno fondamentali i prossimi sei mesi per meglio comprendere l'evoluzione delle attività di fusione e acquisizione, ad oggi fisiologicamente in un momento di pausa. È necessario imparare a guardare il mondo da una prospettiva differente, considerando la diversa velocità tra USA ed Europa.

Negli Stati Uniti le banche sono indubbiamente più preparate ad affrontare questa situazione. Si hanno testimonianze dirette, da colleghi e contatti che operano oltreoceano, di come gli USA prevedano comunque di riprendersi da questa situazione.

Le operazioni tra gruppi industriali procedono più a rilento. Viene privilegiato l'accesso al finanziamento per *leveraged buyout*, in quanto strumento efficiente in un momento di carenza di liquidità per le aziende.

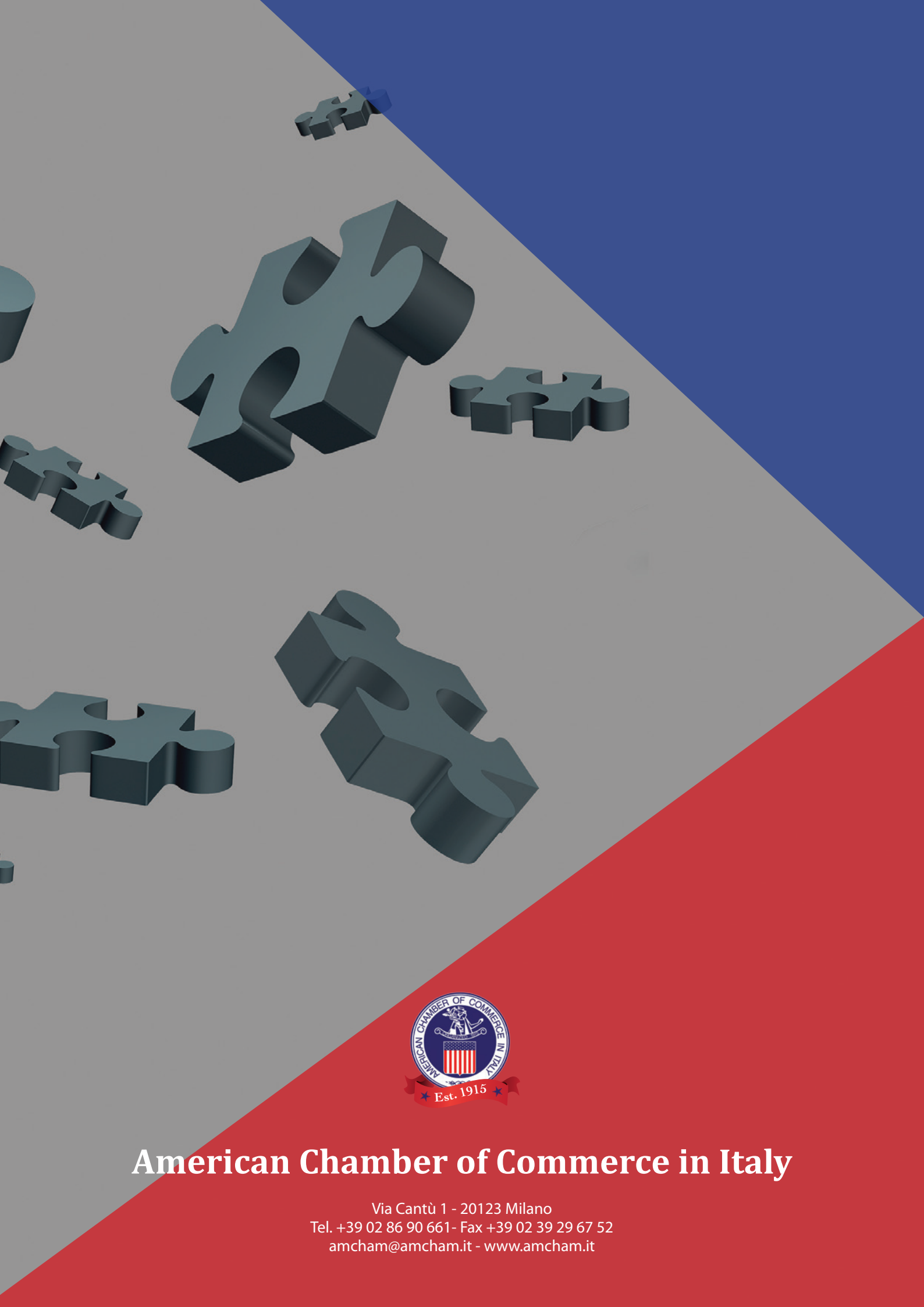
Gli USA attraversano un periodo di difficoltà, anche se questa crisi, e le soluzioni messe in atto, permetteranno che il rilancio avvenga prima che in Europa, che vedrà migliorare la sua situazione proprio grazie alla ripresa americana. Consideriamo che in questo momento il dollaro è molto forte e si trova in condizioni favorevoli per gli investitori che hanno messo nel mirino il Vecchio Continente.

Non si prevedono grandi colpi di scena nello scenario internazionale, per lo meno fino al termine dell'anno. Anche perché, senza mobilità tra gli stati, sarà difficile che si manifesti una ripresa economica.

Oltre alle incertezze legate al mercato, l'Europa si trova in una posizione più scomoda rispetto agli Stati Uniti. Non è un'entità propriamente unita, presenta una *single currency*, ma manca di unità di intenti. Si prevede che ogni Paese riemergerà da solo. In questo contesto, l'Italia avrà necessariamente più problemi di altri Paesi Membri.

Si intravede la necessità di provvedimenti forti e decisi per far ripartire l'economia, favorendo al contempo la possibilità per gli operatori di Private Equity di investire nel Paese, essendo tra le principali fonti di liquidità presenti. Un'osservazione finale sulle banche, che in generale sono più restie a finanziare, anche se si intravedono segnali di apertura legati ad operazioni più piccole.





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