

L'impatto in Italia dell'M&A internazionale

di *Andrea Beltratti, Alessia Bezzecchi, Stefano Caselli e Valeria Linguanti**



Le aziende italiane da tempo devono far fronte a un ambiente macroeconomico caratterizzato da bassa crescita e da difficoltà del sistema bancario. Secondo i dati del Fondo Monetario Internazionale, il prodotto interno lordo italiano tra il 1999 e il 2017 è cresciuto in media di 0,3 per cento all'anno in termini reali. Nello stesso periodo, l'indice FTSE Mib è sceso del 9 per cento e l'indice FTSE Mib del settore bancario è calato del 43 per cento. Le aziende italiane hanno cercato di aprirsi internazionalmente per approfittare del maggior dinamismo dell'economia mondiale: tra il 1999 e il 2017 il volume di esportazione di beni e servizi dell'Italia è cresciuto complessivamente del 54 per cento e l'avanzo delle partite correnti è giunto a sfiorare il 3 per cento del PIL **.

Ci sono tanti modi per internazionalizzarsi, tra cui l'investimento diretto all'estero effettuato tramite acquisizioni di altre aziende. Le operazioni di M&A internazionale consentono di sfruttare i benefici operativi della diversificazione del rischio, dell'acquisizione di beni intangibili tra cui brevetti, capacità manageriali, relazioni di lungo periodo con i clienti, dell'esposizione a migliori meccanismi di corporate governance. L'M&A internazionale presenta però anche difficoltà

** **Andrea Beltratti** è Professore di Economia Politica presso il Dipartimento di Finanza dell'università Bocconi e Academic Director dell'executive Master in Finance (EMF) di SDA Bocconi School of Management.*

***Alessia Bezzecchi** è Associate Professor of Practice in Corporate Finance & Real Estate presso SDA Bocconi School of Management, dove è Program Director dell'executive Master in Finance (EMF) e dell'executive Program in Finanza Immobiliare e Real Estate (EPFIRE). **Stefano Caselli** è Prorettore agli Affari Internazionali e Professore di Economia degli Intermediari Finanziari presso l'Università Bocconi. **Valeria Linguanti** è Associate Director, Corporate Finance presso KPMG Advisory.*

*** Ringraziamo l'Ufficio Studi KPMG Advisory, Eleonora Coizza e Lina Liuzzo per l'assistenza nella costruzione del database.*

e rischi potenziali, tra cui l'adattamento a un diverso regime di regolamentazione, le differenze di organizzazione e cultura, la potenziale perdita di focus quando l'attenzione deve essere dispersa su più progetti e la gestione del rischio di cambio.

La maggior parte della letteratura finanziaria ha studiato l'efficacia dell'M&A internazionale usando aziende quotate ed esaminando la reazione dei prezzi di Borsa sia dell'acquirente sia della preda. I risultati di questo filone di analisi sono interessanti, ma rappresentativi soprattutto della tipologia di aziende quotate. In varie economie, tra cui quella italiana, solo una piccola percentuale delle imprese è quotata sui mercati azionari. Descriviamo qui i risultati principali di uno studio effettuato su un campione originale di 1371 aziende italiane prevalentemente non quotate, che esamina l'impatto dell'M&A internazionale sul margine EBITDA.

QUALI AZIENDE ITALIANE COMPRANO ALL'ESTERO, E CON CHE RISULTATI?

Le acquisizioni estere delle aziende italiane

Il campione di 1371 aziende è stato costruito considerando le entità con sede legale in Italia e un fatturato superiore a 50 milioni di euro nel 2013, per le quali il database AIDA presentava serie storiche sufficientemente complete e significative (escluse le società appartenenti al settore bancario, assicurativo e dei servizi finanziari). Gli altri database utilizzati nello studio sono Zephyr, Thomson One Reuters e Merger Market. L'orizzonte temporale considerato copre il periodo 2003-2015. Il 68 per cento del campione appartiene ai settori di «prodotti industriali» e «prodotti di consumo». La maggior parte delle aziende presenta un fatturato annuo nel 2015 inferiore a un miliardo di euro, per due terzi addirittura inferiore a 250 milioni di euro. Tale campione ben rappresenta l'articolazione dimensionale dell'economia italiana, sbilanciata verso le piccole e medie imprese.

983 aziende (il 72 per cento) non hanno svolto alcuna operazione di M&A nel periodo campionario, mentre 396 ne hanno svolta almeno una. Non sempre è possibile ricostruire con esattezza il valore della singola operazione: nel nostro caso, ciò è stato possibile per 222 deal. Per ogni azienda, il valore medio del deal (dato che ogni impresa può avere compiuto più di un'operazione) è stato diviso per il valore totale degli asset nel 2013. Tale rapporto ha un valore medio di 7,80 per cento e uno scarto quadratico medio pari a 13,86 per cento. Le operazioni aventi a oggetto aziende target di altri Paesi sono state 829, mentre le operazioni riguardanti aziende nazionali sono state 1112. La maggior parte delle operazioni internazionali sono state svolte in Europa Occidentale (418), seguite da Asia (145) e

Nord America (124). L'attivismo delle aziende italiane in merito all'attività di M&A internazionale è da valutare ancora più positivamente alla luce della difficoltà della situazione macroeconomica interna nel periodo studiato: un Paese in crisi economica e finanziaria rischia di essere svantaggiato dal punto di vista della competizione internazionale, sia per la difficoltà delle aziende nazionali di comprare all'estero sia per la facilità delle aziende straniere di acquisire aziende domestiche, per esempio alleviandone i vincoli finanziari.

Sulla base dei dati disponibili abbiamo suddiviso il campione in quattro categorie, definite mediante la presenza o meno di operazioni di M&A e la maggiore o minore esposizione del fatturato all'economia internazionale (sono considerate internazionali le aziende che nel 2013 hanno conseguito almeno il 40 per cento di fatturato all'estero). Le aziende classificabili come *M&A/cross border* (sì M&A/sì internazionale) sono più grandi sia in termini di asset (4,5 miliardi di euro contro valori medi compresi tra 197 milioni e 841 milioni di euro per gli altri cluster), sia in termini di ricavi (2,3 miliardi contro valori compresi tra 173 e 592 milioni) sia ancora in termini di dipendenti (quasi 7000 in media contro valori compresi tra 173 e 637 per le altre categorie considerate).

I risultati delle operazioni di M&A

Quale è l'impatto delle operazioni di M&A sul margine EBITDA? Le aziende cosiddette *domestiche* (no M&A/no internazionale) nel periodo considerato hanno ottenuto in media un margine EBITDA di 9,6 per cento – non molto diverso da quello delle aziende classificabili come *internazionali* (no M&A/sì internazionale). Le aziende cosiddette *M&A domestiche* (sì M&A/no internazionale) presentano un margine EBITDA medio di 10,9 per cento, mentre le già citate M&A cross border un valore di 13,7 per cento. L'attività di M&A è quindi associata a maggior creazione di valore, specialmente quando ha luogo in campo internazionale.

Per studiare ulteriormente i dati, consideriamo il margine EBITDA di ogni azienda in termini relativi rispetto a quello del settore di riferimento, un accorgimento utile anche per tenere conto di fattori di rischio e profitto che sono comuni al settore. Inoltre usiamo metodi statistici di *matching* che possano discernere tra vera causalità consistente nell'impatto dell'M&A internazionale sul margine EBITDA, e causalità spuria, legata invece al fatto che le aziende più profittevoli hanno maggiori probabilità di condurre operazioni di M&A. Infine, analizziamo la creazione del margine EBITDA in un periodo temporale (2012-2015) successivo a quello dell'acquisizione (2004-2008). L'analisi su finestre temporali lunghe e distanti tra di loro attenua

il rischio di risultati spuri e consente di tenere conto dell'impatto di medio-lungo periodo delle varie operazioni.

I risultati si confermano anche con questi accorgimenti: le aziende che hanno effettuato acquisizioni internazionali producono un margine EBITDA superiore del 24 per cento al margine medio di settore. I vantaggi dell'espansione internazionale e dell'esposizione a economie che crescono più di quella italiana sembrano quindi superare gli elementi di complessità e rischio.

La seconda domanda che ci siamo posti è relativa al miglior approccio strategico per l'internazionalizzazione. Confrontiamo acquisizione e investimenti *greenfield* (creazione *ex novo* di attività all'estero) per comprendere se sia sufficiente rivolgersi al mercato estero per crescere di più, o se invece sia opportuno farlo acquisendo imprese già esistenti. In questo caso troviamo che l'internazionalizzazione effettuata tramite acquisizioni è più profittevole dell'investimento *greenfield*, dato che per queste aziende non esiste alcuna evidenza a favore di un margine EBITDA significativamente diverso da quello del settore di riferimento. Non basta quindi rivolgersi in maniera generica al mercato internazionale. È meglio farlo mediante una presenza stabile, associata all'acquisizione di aziende.

La terza e ultima domanda riguarda infine l'esistenza di una strategia vincente tra le aziende che effettuano attività di acquisizione internazionale. In questo caso abbiamo trovato evidenza, anche se statisticamente meno forte, a favore dell'ipotesi che acquisizioni orientate a stabilimenti produttivi aiutino a creare

margine EBITDA in modo inferiore a quanto fatto tramite acquisizioni orientate verso la distribuzione. Dato il DNA dell'impresa italiana basato su fattori distintivi quali design, qualità produttiva e innovazione, una possibile interpretazione dei risultati, avvalorata dall'analisi qualitativa di alcuni casi rilevanti, è che l'M&A internazionale orientato alle catene distributive consente alle aziende italiane di acquisire capacità di raggiungere il cliente a livello globale in Paesi caratterizzati da tassi di crescita superiori a quelli dell'Italia e di fare leva sulle capacità produttive e tecnologiche delle aziende italiane.

Crescere per vie esterne aiuta la profittabilità dell'impresa, particolarmente quando ci si rivolge al mercato internazionale. Per le imprese italiane nel campione oggetto di analisi, ci sono benefici significativi associati alla possibilità di avere una presenza diretta e stabile all'estero, particolarmente quando l'acquisizione riguarda catene distributive.

L'analisi svolta ha importanti implicazioni manageriali e anche di politica industriale. Lo studio quantifica i vantaggi delle operazioni di M&A che tipicamente hanno avuto luogo nel periodo recente. Ciò è ancora più importante in vista della storia dell'economia italiana, che ha attraversato nel periodo analizzato in questo lavoro una fase prolungata di crisi economica e finanziaria.

La politica industriale deve prestare attenzione all'espansione delle aziende italiane, ricordandone i vantaggi in termini di crescita e profittabilità, e delle positive implicazioni che queste variabili hanno sull'economia del Paese.

DOI: 10.1485/1120-5032-202001-20

IN SINTESI

- Le acquisizioni internazionali creano valore: le aziende italiane che ne hanno la possibilità dovrebbero esplorare sistematicamente le opportunità di acquisizione, in particolare nei mercati internazionali. Per effettuare acquisizioni internazionali occorre prestare attenzione, al fine di mitigarne il rischio, a elementi quali le diversità di cultura aziendale, di organizzazione aziendale, di grado di concorrenza nei vari mercati, oltre che di costo e produttività dei fattori.
- Bisogna superare interpretazioni semplicistiche relativamente alla profittabilità delle acquisizioni di stabilimenti produttivi: in molti casi queste acquisizioni sfruttano un minor costo del lavoro che nasconde una minore produttività delle risorse. Al contrario, le acquisizioni internazionali di catene distributive sono in grado di aumentare il fatturato. Acquisendo forza commerciale all'estero le aziende italiane possono sfruttare il maggior tasso di crescita presente in altri Paesi e far leva sulle eccellenze del sistema produttivo italiano.
- Le aziende di servizi che si occupano di raccolta dati e analisi sistematiche dei mercati stranieri possono supportare le imprese italiane nella crescita esterna. Le aziende che effettuano acquisizioni all'estero sono quindi rilevanti per l'intero sistema non solo per la loro capacità di creare valore aggiunto e posti di lavoro, ma anche per l'indotto lungo l'intera catena del valore, compreso quello per le aziende che erogano servizi ad alto valore per le imprese industriali.