



COMITATO LEONARDO ITALIAN QUALITY COMMITTEE

LEO  
NAR  
DO

# Comitato Leonardo – *Italian Quality Committee*

L'apertura del capitale delle imprese italiane a investitori internazionali: la dimensione del fenomeno, le implicazioni per il Paese, le policy

26 ottobre 2016



the  $\mathbb{R}^n$  is a linear space over  $\mathbb{R}$  with the usual addition and scalar multiplication. The inner product is defined by

$$\langle x, y \rangle = x_1 y_1 + \dots + x_n y_n \quad (1)$$

and the norm is defined by

$$\|x\| = \sqrt{x_1^2 + \dots + x_n^2} \quad (2)$$

The norm is induced by the inner product. The norm is also called the Euclidean norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

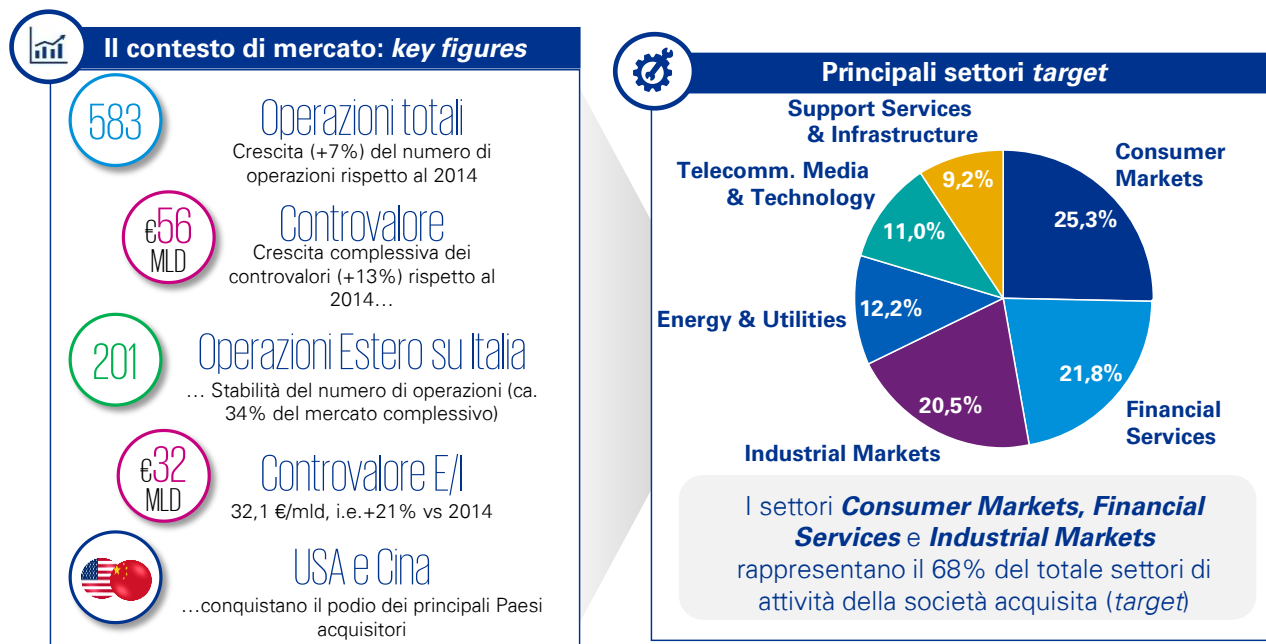
The norm is also called the  $L_2$  norm. The norm is also called the  $L_2$  norm.

# Executive Summary

Il rafforzamento dei mercati finanziari, la disponibilità di capitali in alcune aree delle cosiddette "Economie Emergenti" e un miglioramento più generale del clima di fiducia verso il nostro Paese hanno avviato, nell'ultimo biennio, il superamento della complessa fase derivata dalla crisi dei debiti sovrani che, unitamente ad una serie di debolezze del Sistema Paese Italia, aveva inaridito i flussi di operazioni M&A Estero su Italia a partire dal 2008. Lo Studio realizzato da KPMG Advisory S.p.A. per Comitato Leonardo nell'ambito del XV *Forum* annuale approfondisce queste dinamiche, mettendo a fuoco gli aspetti salienti del tema dell'apertura del capitale delle imprese italiane a investitori esteri. Le operazioni di M&A Estero su Italia rappresentano, infatti, un indicatore del grado di attrattività del Sistema Paese nel quadro complessivo dei processi di globalizzazione. Sotto questo profilo, il prestigio dei marchi italiani continua a canalizzare rilevanti flussi di capitali verso le imprese italiane, soprattutto quelle operanti nei settori cardine del *Made in Italy*, percepite come *asset* privilegiati, produttori di un'offerta di elevata qualità.

Cresce il mercato italiano M&A (e soprattutto il segmento "Estero su Italia") testimoniando il miglioramento del clima di fiducia verso la nostra economia

Nel mappare il "fenomeno M&A", lo Studio evidenzia innanzitutto la crescita delle operazioni Estero su Italia in un arco temporale decennale, illustrandone la ripresa soprattutto nel periodo 2011-2015. La crescita del **numero di operazioni Estero su Italia negli ultimi 5 anni** è pari a **+16,5%**, valore superiore alla crescita del numero complessivo di *deal* nel medesimo periodo (+15,4%). L'andamento crescente dei volumi esprime la forza trainante delle transazioni Estero su Italia in rapporto alla complessiva attività di M&A *cross-border*, forza testimoniata anche dalla **crescita dei controvalori dei *deal* Estero su Italia** nello stesso periodo (pari a **+15,5%**) e soprattutto nel cosiddetto segmento "*middle market*" (i.e. operazioni con valore compreso tra 50 €/mln e 250 €/mln). **Nel 2015, la contribuzione delle operazioni Estero su Italia relativa al mercato italiano** è stata pari, in valore, al **57% (32,1 €/mld vs un totale di 56,4 €/mld per il mercato italiano)**. In questo scenario, è interessante notare il ruolo delle diverse macro-aree geografiche di origine degli investitori esteri. Da un lato, negli ultimi 5 anni e soprattutto nel corso del 2015, si è consolidata la posizione di Paesi come Francia e USA, caratterizzati da una storica tradizione di acquisizioni di imprese italiane; dall'altro, emerge un *trend* di progressivo ampliamento della sfera di influenza esercitata da Cina e Russia nei confronti dell'Italia. Concentrando lo sguardo sul controvalore delle operazioni Estero su Italia realizzate solo nel corso del 2015, è interessante tuttavia osservare l'affacciarsi sul mercato M&A italiano di nuovi investitori provenienti da macro-aree geografiche quali Medio-Oriente, Africa e Asia Pacifico, che hanno complessivamente realizzato acquisizioni per €11,6 miliardi, a fronte di €10,0 miliardi effettuati dal Nord America e €9,3 miliardi dall'Europa Occidentale.

Figura 1: Il mercato italiano di M&A 2015: *overview*

Fonte: elaborazioni KPMG su *database* interno.

Lo Studio cerca, però, di andare oltre la descrizione dei *trend*, ponendosi un interrogativo di fondo: **quali impatti** il fenomeno M&A può esprimere **sulle performance delle imprese target e**, più, in generale **sul Sistema Paese**? I dati degli ultimi anni rivelano, infatti, relazioni controverse tra flussi di M&A e risultati economico-finanziari delle imprese acquisite e, più in generale, rispetto all'economia della nazione *target*, non mancando casi in cui queste operazioni intervengono nell'ambito di situazioni di crisi d'impresa o di ristrutturazione, che possono contribuire ad alimentare il senso di diffidenza verso la proprietà straniera. Al di là di casi specifici, l'analisi svolta su un campione di imprese *target* e non *target*, nel sotto-periodo 2008-2014 e scegliendo il 2011 come anno base dei *deal*, mostra, a livello "micro" (i.e. *performance* delle imprese *target*) un significativo impatto delle operazioni di M&A sulle imprese *target* nel periodo *post deal* (2011-2014), con riguardo a tre ambiti di crescita<sup>1</sup>:

- **Economica:** crescita media annua dei ricavi pari a **+7,0%** (vs + 4,6% per imprese non oggetto di acquisizione) nel periodo *post-deal*;
- **Dimensionale:** crescita media annua dell'attivo pari a **+6,4%** (vs + 4,7% per imprese non oggetto di acquisizione) nel periodo *post-deal*;
- **Della produttività:** a fronte di un incremento medio annuo dell'**1,0% del numero di dipendenti** nel periodo *post-deal*, crescita media annua della produttività pari a **+14,7%** (vs + 1,7% per imprese non oggetto di acquisizione).

<sup>1</sup> Crescita misurata indicizzando i valori degli indicatori al 2011 scelto come anno base.

Le operazioni di M&A impattano positivamente la crescita economica, dimensionale e della produttività delle imprese target

Queste evidenze preliminari, ottenute comparando gli andamenti di indicatori "micro" significativi nel periodo *pre* e *post-deal*, risultano supportate anche dalle stime econometriche condotte impiegando una metodologia di analisi controfattuale su un arco temporale più esteso (2005-2015). Per valutare gli impatti delle operazioni di M&A a livello micro, lo Studio non si è quindi limitato all'analisi descrittiva, ma ha cercato di comprendere ciò che sarebbe successo se le imprese italiane non fossero state acquisite, attraverso la costruzione di un *benchmark* consistente, basato su un campione di imprese simili alle imprese *target* in termini di specifiche caratteristiche strutturali, finanziarie e reddituali ma non oggetto di acquisizione nello stesso periodo. In linea con i *trend* osservati, le stime econometriche hanno evidenziato **un impatto relativamente basso, ma comunque positivo**, sulle *performance* delle imprese *target* quale **combinato disposto dell'effetto sul fatturato e, in maggior misura, del miglioramento della produttività** (i.e. rapporto ricavi su dipendenti).

Sul versante macro-economico, l'effetto positivo delle operazioni di M&A sul Sistema Paese è il combinato disposto della crescita del PIL e della produttività del lavoro

In ogni caso, dal punto di vista strettamente quantitativo, l'impatto complessivo delle operazioni di M&A risulta debole se non interpretato e approfondito anche alla luce di fattori di contesto e, in generale, di aspetti più qualitativi del funzionamento d'impresa, per cogliere i quali sono stati analizzati anche alcuni casi di studio.

La giusta chiave di lettura degli effetti delle operazioni di M&A sulle *performance* delle imprese *target* non può peraltro prescindere da una più ampia considerazione degli impatti di queste operazioni sul Sistema Paese. Da questo punto di vista, le stime econometriche hanno evidenziato due categorie di impatti:

- **Impatti diretti sul PIL:** la stima degli impatti diretti della crescita dei flussi di controvalore M&A sul PIL della nazione ospitante non risulta significativa, sia pure controllando per gli effetti dei principali aggregati macroeconomici strutturali (consumi privati, spesa pubblica, tasso di disoccupazione) e per gli effetti di variabili *country-specific* legate all'Italia (e ad altri Paesi europei/non europei);
- **Impatti indiretti sul PIL attraverso la crescita della produttività del lavoro:** le stime mostrano invece un impatto indiretto positivo sul PIL, che si esprime, ancora una volta, attraverso il combinato disposto dell'effetto positivo della crescita dei flussi di M&A sulla produttività del lavoro e, attraverso questa, sulla crescita del PIL. In particolare, si stima che, in Italia nel 2015, se si ipotizza in via esemplificativa un aumento dell'1% dei flussi di M&A (pari a ca. 321 €/mln), questo comporti una crescita del tasso di produttività dell'impresa oggetto di M&A (equivalente ad un incremento del fatturato per dipendente compreso tra 140€ e 190€). L'effetto "finale" sul PIL deriverebbe quindi dall'impatto indiretto della produttività sul PIL, con un aumento pari allo 0,12% del PIL (pari a 1,97 €/mld).

In sintesi, sul versante macro-economico, i risultati dell'analisi svolta evidenziano la **necessità di interpretare gli impatti delle operazioni di M&A in un'ottica di più lungo periodo, in coerenza con le dinamiche economiche del Paese**. Tuttavia, guardando al medio periodo, **l'effetto, seppur piccolo ma positivo**, della crescita dei *deal* M&A sul PIL della nazione *target* **passa attraverso la crescita indotta nella produttività del lavoro** e quindi nell'accumulazione di capitale umano della nazione ospitante. È ragionevole aspettarsi che, quanto più aumentano

Uno sguardo allargato al fenomeno M&A permette di evidenziare rilevanti fattori costanti e varianti che hanno un impatto sia a livello di impresa che di Sistema Paese

considerevolmente i flussi di M&A Estero su Italia, tanto più grande potrebbe quindi essere l'effetto sulle principali variabili macroeconomiche.

Anche alla luce dell'approfondimento condotto, sul versante qualitativo, attraverso i *case study*, le evidenze quantitative ottenute in questo Studio suggeriscono, quindi, di **allargare lo sguardo** oltre l'orizzonte ristretto e di breve periodo di singoli casi di acquisizione "forzata" da situazioni di crisi d'impresa o, viceversa, di difficoltà nell'acquisizione di imprese in buona salute ricollegabili a divergenze di interessi tra acquirente e *target*. La mappatura del fenomeno M&A e i risultati delle stime econometriche disegnano una "*big picture*" differente, che valorizza, piuttosto che penalizzare, le imprese acquisite in funzione di una serie di fattori sia *firm-specific*, sia di contesto, raggruppabili nelle due macro-categorie delle **"costanti e varianti" relative al fenomeno M&A**.

Figura 2: Costanti e varianti del fenomeno M&A



Fonte: elaborazioni KPMG.

Tra i fattori definibili come **"costanti"** per le imprese *target* di operazioni di M&A in quanto indipendenti, ad esempio, dalla dimensione delle stesse in termini di fatturato e numero di addetti, dal settore di appartenenza e dal *business model* prescelto, rientrano in particolare:

- **Maggiore grado di apertura delle imprese e maggiore crescita:** non solo l'impresa acquisita dall'investitore estero cresce di più dei suoi concorrenti, ma soprattutto migliora la sua capacità di fare *business* grazie all'ampliamento dei mercati di riferimento, all'utilizzo di nuove risorse tangibili e intangibili (incluso l'accesso a nuove fonti di conoscenza critica per sostenerne il potenziale di sviluppo e di innovazione) e allo sviluppo di una visione strategica di medio-lungo termine.
- **Allungamento della vita del brand:** Le operazioni di M&A contribuiscono a sviluppare il posizionamento del *brand* dell'impresa italiana acquisita su scala internazionale con ricadute positive anche sull'indotto occupazionale italiano.

- **Più valore alla produzione “Made in Italy”:** fondamentale per il successo di un’operazione di acquisizione, specie quando abbia ad oggetto imprese di piccole e medie dimensioni operanti nei settori cardine del *Made in Italy*, è una particolare attenzione nella gestione dell’identità, dell’*heritage*, della creatività e dell’innovazione e, complessivamente, la capacità di preservare una forte identità di marca.

Dall’altro lato, sul versante delle “varianti” (i.e. fattori che presentano impatti differenti in rapporto a distinte condizioni (di settore, di scala operativa, nonché di orientamento strategico delle imprese), emergono fattori quali:

- **La diversità degli assetti di *governance* anche in funzione del cambiamento della figura dell’investitore,** e di esigenze di **ricapitalizzazione dell’impresa *target*,** con l’ingresso sulla scena di nuovi investitori che apportano all’impresa *target* non solo capitali e opportunità di apertura al mercato del relativo Paese, ma anche competenze manageriali talvolta carenti nella *target* e *skill* funzionali all’innovazione di prodotto e di processo.
- **La gestione eterogenea del passaggio generazionale:** con effetti diversi a seconda delle dimensioni dell’impresa *target*, della cultura prevalente (di tipo commerciale e di prodotto o di processo), dei bisogni di innovazione dell’impresa, l’esito del *deal* è anche funzione di una sapiente gestione della fase di passaggio generazionale e quindi dell’innesto di un *management* preparato, capace di gestire efficacemente le fasi complesse di tale passaggio e, più generalmente, del processo di integrazione *post-deal*.

Anche alla luce delle “costanti” e “varianti” di cui sopra, è facile dedurre come, con riguardo in particolare alle dinamiche di operazioni nei settori *Industrial & Consumer Markets*, l’investitore straniero, nel valutare le possibili opzioni, identifichi il valore aggiunto dell’Italia (rispetto agli altri Paesi) nella riconoscibilità specifica del cosiddetto “*Italian lifestyle*”: qualità, esclusività, *design*, eccellenza della manifattura e *know-how* artigianale legati ai marchi e alle imprese d’eccellenza italiana sarebbero il principale attrattore del capitale estero, quale base per l’ampliamento della base di produzione e diffusione del marchio stesso verso mercati fino a quel punto inesplorati.

I risultati delle analisi svolte consentono, infine, di formulare alcuni “*take-home points*” che i principali *stakeholders*, in primis *policy makers* ed imprenditori, possano utilizzare per alimentare la discussione intorno ai temi ed alle implicazioni dell’apertura dei capitali esteri verso l’Italia. In particolare, tre aspetti fondamentali emergono su tre diversi livelli: il mercato, la *policy*, l’apertura delle imprese.

## 1) Il Mercato - M&A E/I: un falso problema

L’evidenza discussa in questo Studio mostra come, sotto diversi aspetti, le operazioni di M&A abbiano impatti di segno comunque positivo sia sulle imprese oggetto di operazioni, sia sull’economia più in generale, seppur di una grandezza relativamente limitata. Pertanto, se le operazioni di M&A E/I fossero più numerose e/o l’entità dei flussi fosse maggiore, allora ci aspetteremmo un impatto tanto più rilevante e ancor più positivo. Sotto questo profilo, se ne deduce che la libera circolazione dei capitali non costituisce un “problema” da gestire, quanto piuttosto

un'opportunità per la crescita delle *performance* delle imprese *target* e dell'economia del Sistema Paese;

## **2) La Policy – Strumenti per facilitare**

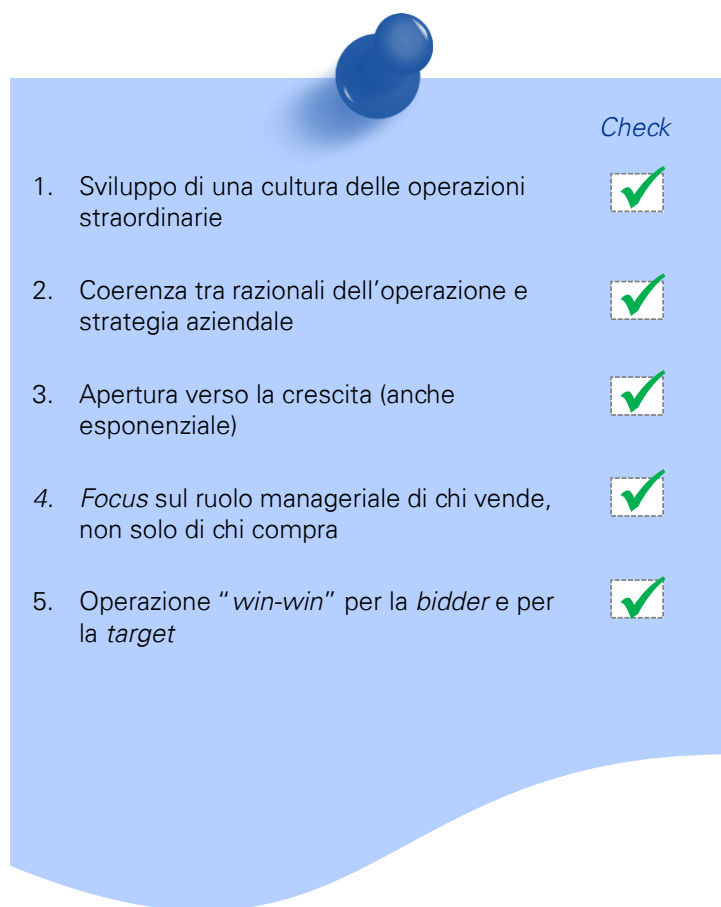
Le evidenze emerse dallo Studio dimostrano, quindi, come il fenomeno dell'M&A E/I rappresenti un'opportunità per l'impresa. Il fenomeno mostra infatti un chiaro *trend* di crescita "naturale" e costante nel corso del tempo. Tuttavia, se da un lato non emerge la necessità di interventi correttivi per la protezione delle attività di M&A in Italia da parte di investitori esteri; dall'altro appare opportuno che il *policy maker*, inserendosi come uno dei principali *stakeholder* delle imprese, implementi strumenti che possano favorire, facilitare e accelerare l'apertura delle imprese italiane verso l'ingresso di capitali e *partner* esteri, stimolando così il mondo imprenditoriale ad intraprendere l'M&A come strumento di crescita;

## **3) L'apertura delle imprese - Come accelerare la crescita**

Al contempo, come emerso dall'analisi e dall'esperienza empirica (in parte riportata in questo Studio nella sezione di analisi dei Casi Studio), occorre che l'imprenditore che stia valutando di intraprendere un'operazione di M&A E/I abbia piena consapevolezza di quelli che sono gli "ingredienti" fondamentali per il successo di esperienze di M&A Estero su Italia. Aumentare la consapevolezza dei presupposti per il successo, così come degli effetti, aiuta ad avviare un processo che porterà con molta più probabilità alla crescita aziendale, e che si potrà quindi tradurre in un effetto più esplicito anche sul Sistema Paese. Esistono infatti alcuni "ingredienti" imprescindibili, che possono essere riassunti in una sorta di "*check-list*" per l'imprenditore dell'M&A di successo.



Figura 3: Accelerare la crescita delle imprese: la "check-list" degli ingredienti necessari per l'imprenditore



Fonte: elaborazioni KPMG.