

# TeMa

Temi di *Management*  
CUOA Business School

N . 2 / 2 0 2 4

## CRESCITA AZIENDALE E PROCESSI DI M&A

Strategie  
di crescita  
per il sistema  
delle imprese  
del Made  
in Italy.

Scenari  
di mercato,  
modelli  
di governance,  
capitali e finanza  
per lo sviluppo.



# IL MIGLIOR INVESTIMENTO È QUELLO SU TE STESSO

MBA, master full time e part time, corsi executive, formazione su misura per imprese e organizzazioni.

Per giovani laureati, executive, professionisti, imprenditori e aziende.

#### CUOA BUSINESS SCHOOL

Villa Valmarana Morosini  
Via G. Marconi, 103  
36077 Altavilla Vicentina (VI)

T. +39 0444 333711  
F. +39 0444 333999  
staff@cuoa.it - [www.cuoa.it](http://www.cuoa.it)



# Indice



5

## La crescita e le strategie di M&A per il sistema delle imprese del Made in Italy

Federico Visentin

articolo



11

## Crescita e processi di M&A: un'overview

Francesco Gatto

articolo



38

## M&A: un osservatorio sul mercato mondiale e nazionale e sui percorsi di crescita delle imprese italiane

Maximilian Peter Fiani



65

## Una cultura per la crescita: l'esperienza e l'osservatorio di ELITE

Marta Testi

articolo



81

## Equilibri contrattuali e ricorso alle clausole di divergenza gestionale nelle operazioni di M&A

Luca Ponti

introduzione



7

## Crescita aziendale e processi di M&A

Andrea Furlan e Roberto Grandinetti

articolo



28

## Finanziare la crescita esterna

Giorgio Bertinetti

caso



53

## L'M&A nelle strategie di crescita di Carel

Giampiero Grosso e Marco Portale

articolo



72

## Il governo della post-merger integration nei nuovi scenari competitivi

Maurizio Castro

intervista



92

## Le operazioni straordinarie come scelte di finanza imprenditoriale per la crescita

Giovanni Gajo e Gianmarco Russo



99

## Letture di approfondimento



100

## Il centro di competenza Finance CUOA: punto di riferimento per la diffusione della cultura finanziaria



# Winning Business Together.

Siamo partner delle imprese che affrontano con determinazione le sfide del mercato. Il nostro impegno è quello di sostenere le aziende mettendo a disposizione le nostre competenze manageriali per la definizione e l'attuazione di **piani strategici ambiziosi** che abilitino alla crescita e al miglioramento delle performance.

Il nostro approccio è sempre rigoroso, analitico e guidato da un **senior management** con una profonda conoscenza del mercato, ma attribuiamo grande valore anche al **coinvolgimento dei nostri giovani talenti**.

Affianchiamo le aziende per raggiungere il loro massimo potenziale attraverso l'implementazione di processi di performance management, supportando le direzioni aziendali nell'adozione di nuove tecnologie tenendo la linea della sostenibilità come guida al cambiamento.

## I NOSTRI SERVIZI

-  **Corporate Finance**
-  **Planning & Controlling**
-  **Strategy & Organization**

 Strada Marosticana 6/8  
36100 - Vicenza (Italy)

 +39 0444 228000

 info@adacta.it

 www.adacta.it



# La crescita e le strategie di M&A per il sistema delle imprese del Made in Italy



**Federico Visentin  
Presidente  
CUOA Business  
School**

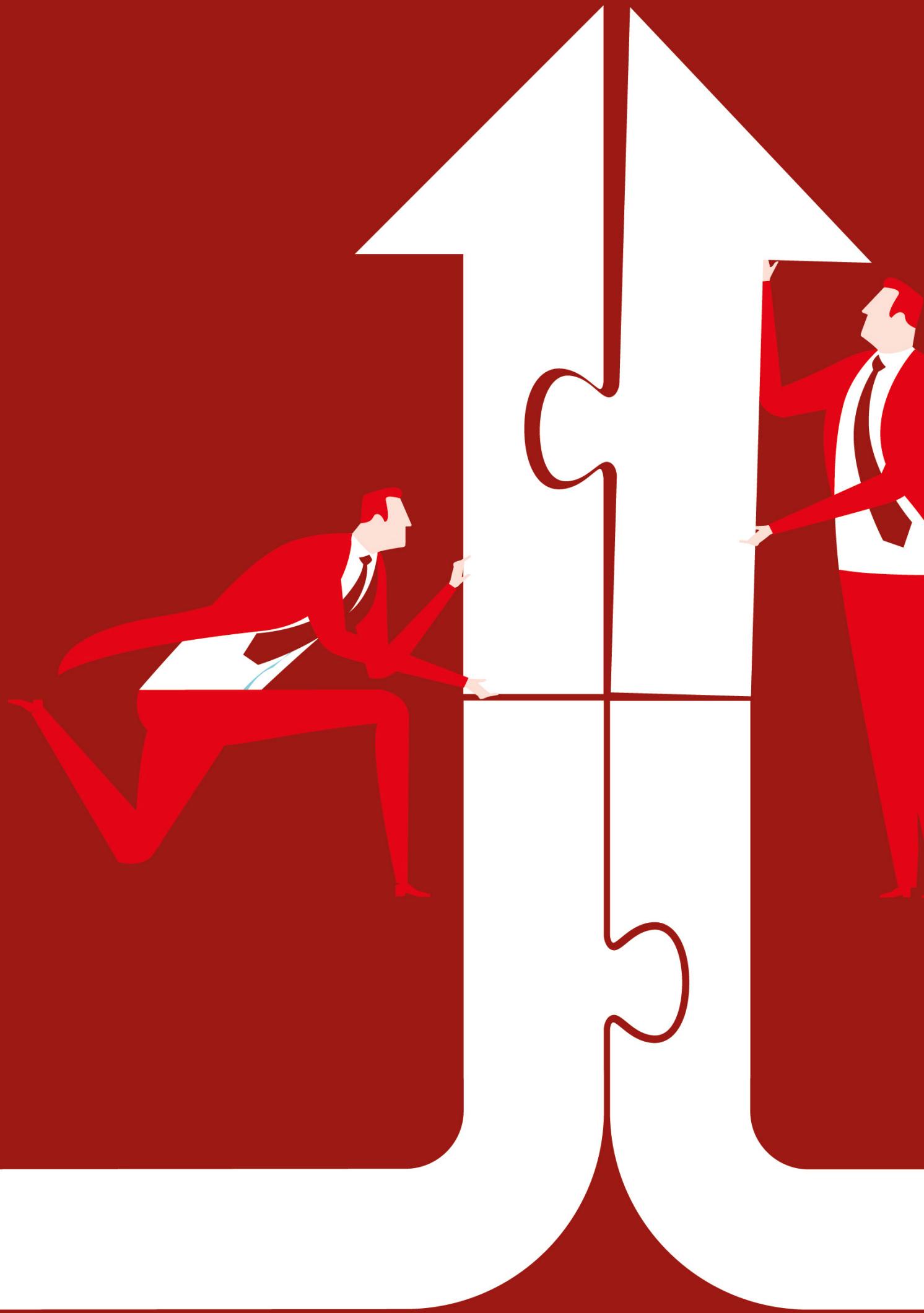
I tema della crescita costituisce una necessità non più procrastinabile per il sistema delle imprese, soprattutto per il segmento delle PMI e del *Middle Market*. Quando parliamo di crescita abbiamo in mente essenzialmente uno sviluppo organizzativo, manageriale e dimensionale. L'incremento della scala dimensionale, se pensato in modo significativo e in tempi più o meno rapidi, passa anche attraverso fenomeni di crescita per linee esterne, vale a dire attraverso operazioni di acquisizione e di aggregazione aziendale. Ci troviamo di fronte a contesti e scenari competitivi estremamente delicati che pongono l'impresa e la sua compagine proprietaria di fronte a obiettivi spesso impegnativi, ma anche a interrogativi e timori. E abbiamo spesso a che fare, se l'impresa intedesse innescare un robusto percorso di crescita, con operazioni (le tipiche operazioni di M&A) decisamente complesse sotto vari punti di vista (come poi avremo modo di spiegare negli articoli seguenti). Diventa pertanto fondamentale per il *top management* aziendale, a partire dalla proprietà, acquisire una visione globale e trasversa-

le di tali processi, che vedono peraltro il coinvolgimento di diverse figure di specialisti esterni all'impresa; si tratta quindi di capirne le logiche, i possibili benefici, le modalità di svolgimento, le criticità al fine di governare il processo con cognizione di causa e saper interagire con consapevolezza con i diversi attori del segmento M&A.

I processi di crescita possono inoltre innescare ulteriori fronti di discussione e dibattito, legati all'opportunità di aprirsi al mercato dei capitali con, ad esempio, operazioni di quotazione piuttosto che di ingresso nel capitale di fondi di *private equity*. È bene precisare che l'opzione dell'apertura al mercato dei capitali non è una strada obbligata, bensì un possibile percorso che l'impresa potrebbe valutare e decidere di affrontare. E anche in questo caso appare necessario per le imprese conoscere questi strumenti con le relative opportunità ma anche con i relativi rischi e criticità. Sarà poi la proprietà aziendale, con la sua visione e rotta strategica, a valutare le scelte più opportune in funzione degli obiettivi perseguiti.

Sviluppare queste consapevolezze e

conoscenze è pertanto indispensabile nell'attuale scenario per consentire alle imprese di essere protagoniste del proprio destino a livello internazionale guidando il cambiamento e non subendolo. Una cultura diffusa della crescita e dei processi di aggregazione aziendale potrà consentire a molte imprese sia di essere soggetto attivo e promotore di un disegno strategico di sviluppo e di aggregazione con una logica industriale, sia di evitare il rischio di soccombere e dover necessariamente vendere velocemente l'azienda di fronte a difficoltà crescenti. La vendita repentina e obbligata dell'impresa – se poi nei confronti di operatori finanziari aggressivi e con logiche di breve periodo – potrebbe di fatto implicare una dispersione (o una scarsa valorizzazione) del *know-how* industriale. Al contrario, l'assimilazione di una cultura manageriale della crescita potrebbe anche spingere l'impresa a valutare percorsi di acquisizione o anche scelte di vendita ma all'interno di un gruppo industriale, mantenendo la propria identità e con un obiettivo di sviluppo e valorizzazione del *know-how* e del capitale umano.



INTRODUZIONE AL TEMA  
ANDREA FURLAN E ROBERTO GRANDINETTI

# Crescita aziendale e processi di M&A

**I**l secondo numero di TeMa è dedicato ai processi di acquisizione o fusione, ossia alle strategie di crescita aziendale che avvengono per linee esterne. Questa scelta tematica coglie – come è nella missione della rivista del CUOA – un fenomeno che è ben presente nei dialoghi che avvengono oggi nelle imprese italiane e nelle decisioni che impegnano i loro imprenditori e *top managers*, qualunque sia la posizione dell'azienda in una determinata operazione di M&A. Lo dimostra la consistenza che il fenomeno (in particolare per quanto concerne le acquisizioni) ha raggiunto mediamente in Italia negli ultimi due decenni, come registrato dall'osservatorio sul mercato M&A costruito da KPMG.

La crescita delle operazioni di M&A non ha riprodotto lo schema di forte concentrazione che ha contraddistinto il fenomeno in passato – poche e grandi operazioni da parte di poche e grandi imprese – venendo alimentata anche

da altre fonti: le acquisizioni seriali da parte di grandi imprese (anche di quelle diventate nel frattempo grandi) e l'attivismo delle imprese di piccole e medie dimensioni. In particolare, le medie imprese sono diventate l'ossatura portante e la componente più dinamica del *Made in Italy*<sup>1</sup> anche grazie a scelte mirate di acquisizione di altre imprese per formare *business group* competitivamente più solidi e fortemente internazionalizzati (una prerogativa che ha portato a qualificarle come “multinazionali tascabili”). D'altra parte, il sistema delle M&A offre un paesaggio piuttosto variegato non solo in relazione alle imprese che effettuano queste operazioni come strumento di crescita, ma anche dal lato degli investitori specializzati nel loro finanziamento nonché degli attori che operano nell'interfaccia tra i due tipi di soggetti<sup>1</sup>.

Il nesso tra crescita aziendale e processi di M&A è un tema complesso, per la

varietà di problematiche che intreccia, e questo vale ovviamente sia a livello teorico che nella viva realtà delle aziende. Ad introdurlo con un linguaggio accessibile a un pubblico di non solo addetti ai lavori, è Francesco Gatto, Direttore Scientifico dell'*Executive Master in Finance* di CUOA e del Centro di Competenza Finance, che ha coordinato questo numero di TeMa. L'articolo presenta una *overview* dei principali argomenti che informano il tema: le domande chiave che l'impresa dovrebbe porsi prima di iniziare un percorso di crescita in modalità M&A, in particolare acquisendo un'altra azienda; i diversi aspetti meritevoli di attenzione nelle tre fasi che compongono il processo tipico di M&A, rispettivamente prima, durante e dopo il *deal*, l'accordo tra le parti coinvolte; gli investitori nel capitale di rischio che operano nel mercato M&A. La parte conclusiva dell'introduzione di Gatto segnala utilmente le principali lezioni che si possono trarre da alcune esperienze aziendali (Gibus, Morato Pane, Labomar, Somec) di crescita per linee esterne.

Giorgio Bertinetti, docente di finanza aziendale all'Università Ca' Foscari di Venezia e membro della *faculty* del CUOA, approfondisce le problematiche di finanziamento dei processi di crescita attraverso combinazioni aziendali, ossia operazioni di M&A. L'autore mostra come i percorsi di crescita attraverso operazioni straordinarie risultino necessariamente specifici di ogni singolo caso aziendale. Tuttavia, emergono tre imperativi di valenza generale. In primo luogo, l'impresa deve muoversi "per tempo" sfruttando le opportunità che il mercato finanziario e del capitale offre, così da precostituire la capacità di disporre all'occorrenza in tempi rapidi delle risorse necessarie per cogliere le opportunità di crescita che si vengono a presentare. Altrettanto importante è la disponibilità ad aprire la compagine so-

ciale all'ingresso di terzi. Si tratta di un vero salto culturale, che richiede l'assimilazione dei principi dell'approccio al valore: "meglio condividere un valore di ordine superiore che essere monopolisti di un valore modesto", ricorda Bertinetti. Infine, si deve strutturare il debito per cogliere le potenzialità di creazione addizionale di valore che esso può comportare, e si deve farlo con soluzioni adatte alla specificità dell'impresa in modo da sventare il rischio di comprometterne la continuità.

Come si diceva all'inizio, le operazioni di M&A hanno registrato un forte sviluppo in questo primo scorso di secolo, sia a livello internazionale che nel nostro paese. Il contributo di Maximilian Fiani, partner di KPMG, lo documenta in modo dettagliato grazie alla banca dati di KPMG, che da 35 anni analizza i processi di M&A fornendo una base informativa di supporto alle decisioni aziendali. In linea con questa missione, ai tanti dati forniti nell'articolo di Fiani si aggiunge una sorta di "decalogo" per le M&A delle imprese, redatto sulla scorta di quanto è emerso nelle esperienze dei "campioni" italiani di M&A, imprese che hanno evidenziato i più alti tassi di crescita negli ultimi due decenni e che hanno raggiunto questo risultato ricorrendo in modo continuativo a scelte di crescita per linee esterne. Da questo decalogo emerge l'importanza di interpretare le M&A come strumento strategico e non come operazioni meramente opportunistiche. La scelta di acquisire (o essere acquisiti) dovrebbe essere sempre giustificata da una strategia progettata nel futuro, e quindi richiede la giusta riflessione da parte del *top management* aziendale. La mancanza di questa riflessione è molto spesso la causa principale del fallimento nella realizzazione delle sinergie previste.

Si tratta di raccomandazioni che ritroviamo ben rappresentate nel caso Carel, redatto dall'Investor Relations Manager

Giampiero Grossi e dal Group Head of New business Development dell'azienda Marco Portale. Carel offre un esempio emblematico di crescita aziendale, che ha trovato spazio anche nella letteratura internazionale di *management*<sup>2</sup>. Il percorso di crescita è stato scandito da una lunga sequenza di aperture di nuove consociate estere (a partire da Carel France nel 1992) con funzione commerciale e di *customer care*, e in alcuni casi anche di produzione, ma nella fase recente a dominare sono state le acquisizioni di imprese esistenti, con l'obiettivo di integrare la gamma di prodotti e servizi di una realtà aziendale che opera oggi a tutto campo nell'ambito delle soluzioni di controllo per condizionamento, refrigerazione e riscaldamento e nei sistemi per l'umidificazione e il raffrescamento. Su quest'ultima fase si concentra la testimonianza di Giampiero Grossi e Marco Portale, che analizza le nove operazioni realizzate tra il 2018 e il 2023 alla luce delle linee guida messe a punto per gestire l'intero processo di M&A in Carel, dallo *scouting* all'integrazione dell'impresa acquisita.

Nel sistema dove si sviluppano i processi di acquisizione e fusione – o ecosistema ricorrendo a un termine che è diventato usuale nei discorsi di management – uno degli attori di primo piano è rappresentato da ELITE, progetto lanciato da Borsa Italiana nel 2012 e oggi società parte del Gruppo Euronext (che nel 2021 ha acquisito Borsa Italiana), il che ha conferito al progetto di assumere una dimensione e una valenza europea ed oltre. ELITE rappresenta un facilitatore della crescita aziendale per linee esterne, il che avviene – anzi deve avvenire – secondo un percorso specifico per ogni singola impresa. Ad oggi, sono 2.150 le aziende che fanno parte del network ELITE, di cui un significativo 85% di proprietà familiare: 66 di esse risultano quotate in borsa, ma il dato più significativo è rappre-

sentato dalle 670 che hanno realizzato interventi di finanza straordinaria mobilitando quasi duemila operazioni, uno degli indicatori chiave di *performance* per ELITE. A raccontare questa straordinaria esperienza, ma anche più in generale utilizzando ELITE come punto di osservazione privilegiato del fenomeno M&A in Italia, è Marta Testi, che ricopre il ruolo di CEO della società, intervistata da Francesco Gatto.

Maurizio Castro, Direttore Scientifico dell'*Executive Master* in Strategia e Crescita Aziendale di CUOA, utilizza la sua lunga e articolata carriera manageriale per analizzare la fase di integrazione che segue le operazioni di M&A. L'autore, dopo avere evidenziato i possibili assetti della relazione fra l'azienda acquirente e quella acquisita e le caratteristiche che – dall'osservazione di un'ampia casistica delle esperienze di successo – connotano un'efficace processo di integrazione, passa ad esaminare la prospettiva delle M&A nei nuovi assetti geopolitici e il ruolo dell'intervento pubblico nello sviluppo delle operazioni di M&A. L'autore fornisce al riguardo un'utile panoramica sul ruolo pubblico (statale e regionale) nella gestione dei tavoli di crisi che spesso si concludono con la cessione dell'azienda in difficoltà a gruppi industriali nazionali o stranieri. L'ultimo argomento trattato da Castro assume spesso una rilevanza critica, per quanto risulti piuttosto trascurato nella letteratura generale sui processi di M&A: Il ruolo delle relazioni industriali nella gestione di tali processi.

La complessità delle operazioni di M&A deriva anche dagli aspetti legali e contrattuali che le accompagnano. Questi aspetti vengono trattati nell'articolo di Luca Ponti (fondatore della Ponti & Partners), specializzato in M&A e *corporate law*. La prima parte dell'articolo descrive la specificità delle operazioni di M&A nell'ambito dell'ampio ventaglio dei contratti di vendita tra operatori di un settore, per poi analizzare il caso in cui il trasferimento delle partecipazioni sociali non investe l'intero capitale sociale, e in modo più dettagliato il caso particolarmente delicato in cui, conclusa l'operazione, si vengono a confrontare due azionisti (o due gruppi di azionisti) senza prevalenza di uno sull'altro in termini di controllo della società. Nella seconda parte dell'articolo viene approfondita, sempre con riferimento alle situazioni in cui l'operazione di M&A non prevede l'acquisto dell'intero capitale sociale del venditore, la questione delle clausole di divergenza, ossia quelle particolari disposizioni che possono risultare incluse nello statuto sociale, o più frequentemente e incautamente – sottolinea Ponti – venire successivamente pattuite mediante la conclusione di patiti parasociali, al fine di gestire uno stallo decisionale (il cosiddetto *dead lock*) dell'organo assembleare o consiliare della società, e quindi di prevenire i potenziali effetti negativi dello stesso. Il numero si chiude con l'intervista di Francesco Gatto a Giovanni Gajo e Gianmarco Russo, due interlocutori privilegiati di un dialogo sui processi di M&A nell'Italia del Nord-Est per la loro

lunga e intensa esperienza sul campo: il primo, in Alcedo sgr (di cui è stato tra i co-fondatori), società di *private equity* indipendente che associa a un originale approccio di partnership strategica all'impresa in crescita; il secondo, prima in Veneto Sviluppo spa, la finanziaria della Regione Veneto, e poi in Confindustria Veneto Est, in entrambi i casi nella posizione di Direttore Generale. Molti gli spunti che emergono da queste due testimonianze, e la conferma qualificata di quello che possiamo considerare il fil rouge che lega tutti i contributi di questo TeMa: la finanza per la crescita aziendale come leva da concepire e mettere in opera in un'ottica strategica e imprenditoriale.

## La crescita delle operazioni di M&A è alimentata sia da acquisizioni seriali da parte di grandi imprese, sia dall'attivismo delle PMI che anche grazie a strategie mirate di sviluppo per linee esterne hanno creato gruppi più solidi e internazionalizzati.

1. Le medie imprese presenti nell'industria manifatturiera italiana vengono monitorate da più di vent'anni in un rapporto la cui ultima edizione è stata pubblicata nel 2023: Mediobanca, Unioncamere e Centro Studi delle Camere di Commercio G. Tagliacarne (2023). *Le medie imprese industriali italiane (2012-2021)*, Milano. L'indagine considera medie imprese quelle che – a livello consolidato di gruppo – occupano tra 50 e 499 addetti e hanno ricavi compresi tra 17 e 370 milioni di € (soglie superiori a quelle usate in sede UE per identificare le medie imprese).
2. Conca, V. (2021). *Le acquisizioni: Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea, Milano.
3. Si veda, ad esempio: Furlan, A. e Grandinetti, R. (2011). Size, relationships and capabilities: A new approach to the growth of the firm, *Human Systems Management*, Vol. 30 No. 4, pp. 195-213.



FRANCESCO GATTO

# Crescita e processi di M&A: un'overview

**I**l processo di evoluzione dell'impresa deve seguire un percorso con regole e presupposti ben definiti che devono essere rispettati per non incorrere in serie conseguenze. Troppo spesso certe scelte sono state rimandate e le imprese si sono fermate nella convinzione che "piccolo è bello", un modello non più sostenibile e che ormai mostra le sue debolezze nell'attuale congiuntura, soprattutto se non si riescono a creare meccanismi di collaborazione di rete.

L'attuale scenario economico e competitivo, su scala mondiale, rende infatti inevitabile per le imprese porsi un obiettivo di crescita dimensionale. L'impresa non può più permettersi di rimanere immutata né dal punto di vista dei volumi che da quello dell'organizzazione. In una fase storica che pone in discussione la tenuta dei modelli di *business* delle imprese e che vede un potenziale stimolo allo sviluppo grazie anche alle risorse del PNRR, l'intensità della competizione, la rapidità e la complessità dell'innovazione e del progresso tecnologico, rendono inevitabile porsi un obiettivo di "crescita" intesa sia in senso quantitativo (crescita per linee interne oppure per linee esterne attraverso progetti di acquisizioni aziendali) che qualitativo (evoluzione dell'organizzazione interna, sviluppo delle competenze manageriali e crescita del capitale umano).

Quindi, crescere significa rimanere competitivi in un mercato sempre più complesso, globale e in trasformazione. Crescere significa anche creare valore. La creazione di valore, infatti, rappresenta un obiettivo primario dell'impresa e ci sono due opzioni per crearlo: la crescita per linee interne (crescita organica) oppure la crescita per linee esterne attraverso operazioni di aggregazione (M&A). La strada della crescita attraverso acquisizioni è certamente la più efficace per fornire una risposta forte e decisa al limite costituito dal livello dimensionale d'impresa<sup>1</sup>. Si tratta però di una strada complessa che va pianificata e preparata, e di fronte alla quale l'impresa dovrebbe porsi alcune domande chiave:

- la crescita per linee esterne è una valida opzione strategica nel contesto specifico dell'impresa? È un'opzione obbligata per rimanere competitivi?
- l'impresa possiede le necessarie competenze per affrontare la crescita per linee esterne?
- come individuare l'azienda *target* e quali benefici/sinergie sono ipotizzabili con la crescita per linee esterne?
- l'impresa ha un effettivo accesso alle risorse finanziarie (debito e/o *equity*) per poter crescere significativamente?
- come organizzare il processo per realizzare la crescita per linee esterne?

**La crescita è sempre più elemento fondante della strategia d'impresa e rappresenta un obiettivo primario nei piani strategici a prescindere dalla dimensione (piccola, media o grande) o dalla tipologia di attività.**

- come approcciare la fase di integrazione successiva all'acquisizione?

Crescere attraverso operazioni di M&A richiede un salto culturale dell'impresa, una nuova prospettiva che pone precise sfide manageriali e richiede adeguate competenze: visione e pianificazione strategica, cultura organizzativa (e di *governance* in particolare), competenze finanziarie, legali, fiscali e soprattutto capacità di gestire e vivere il cambiamento, di saper costruire piani di integrazione, di saper promuovere una cultura aziendale aperta nei confronti delle controparti con una vera condivisione di idee e progetti.

Uno dei fattori abilitanti alla crescita è certamente costituito dalla *governance*, la cui importanza aumenta sensibilmente nelle fasi di cambiamento e discontinuità (quali sono le fasi di sviluppo dimensionale). È opportuno precisare che per *governance* non intendiamo solo le regole giuridiche e societarie d'impresa, ma (soprattutto) quelle procedure, quei modelli e meccanismi operativi di cui le aziende si devono dotare per sviluppare un'organizzazione funzionale al raggiungimento degli obiettivi di *business*. Per crescere serve infatti solidità strutturale, non solo numerica. E perché questa vi sia, occorre appunto implementare organizzativamente adeguati modelli di governance e controllo, di monitoraggio e di previsione dei rischi. Mappare le diverse categorie di rischio, predisporre diversi scenari rappresenta un esercizio fondamentale per pianificare la crescita gestendo (e non subendo) l'incertezza.

Affrontare un percorso di crescita attraverso acquisizioni aziendali implica anche quantificare le risorse finanziarie necessarie per gli investimenti ipotizzati e garantire sostenibilità nel tempo al proprio business. L'investimento finanziario complessivo di un'operazione di acquisizione è decisamente rilevante essendo legato in primis al

## Definizione di un solido modello di governance, valutazione dell'effettiva capacità dell'impresa di raccogliere capitali sono elementi essenziali in un piano strategico orientato alla crescita.

fabbisogno connesso al pagamento del prezzo pattuito per la transazione di acquisto, ma anche agli interventi successivi che si renderanno necessari per gestire la delicata fase di integrazione e dare concreta attuazione agli obiettivi dell'acquisizione. Pertanto, la riflessione sull'effettiva capacità dell'impresa di raccogliere capitali è essenziale in un piano strategico orientato alla crescita. Tale riflessione può peraltro generare una valutazione sull'opportunità o meno dell'apertura al mercato dei capitali che può significare per le aziende non solo raccogliere capitali, ma anche affrontare (o accelerare) una prospettiva di sviluppo e di allargamento degli orizzonti imprenditoriali, di ampliamento di immagine e visibilità soprattutto a livello internazionale. Si tratta di un'opzione che non è certamente una strada obbligata, in quanto la crescita non richiede necessariamente l'intervento di un fondo e può essere finanziata teoricamente anche esclusivamente con debito. È bene però tener presente che oggi il sistema delle imprese si trova ad affrontare una fase di maggiore selettività posta dal sistema bancario per l'accesso al credito; diventa quindi necessario valutare se finanziare la cre-

scita solo con il credito bancario oppure, alternativamente, e in che misura, con il ricorso al capitale di rischio. Anche alla luce di tutto ciò, l'apertura al mercato dei capitali rappresenta un'opzione che in determinate situazioni può essere seriamente presa in considerazione e che mette l'impresa di fronte a valutazioni complesse sul piano aziendale e delle scelte della famiglia imprenditoriale (speranze, sogni, dilemmi, timori, interrogativi). Aprirsi al mercato dei capitali richiede infatti una chiara visione strategica e di *business*, una struttura organizzativa e manageriale adeguata, una *governance* trasparente (con precisi equilibri tra proprietà e *management*), più in generale una forte e diffusa crescita culturale.

Ritorniamo pertanto a un punto cruciale: la crescita per linee esterne va guidata e non subita e il ruolo del capitale umano è fondamentale. In assenza di una solida cultura manageriale e competenze diffuse è difficile immaginare un vero salto di qualità e di prospettiva nei processi di sviluppo dimensionale delle aziende. Senza tali ingredienti, avviare un'operazione di crescita tramite operazioni di M&A equivale molto probabilmente ad un insuccesso.

## Motivazioni della crescita per linee esterne tramite operazioni di M&A

Le motivazioni che possono indurre le imprese a valutare percorsi di crescita per linee esterne tramite operazioni di acquisizione o fusione (M&A) sono spesso diversificate con molteplici sfaccettature. In generale, l'assunto di base è la convinzione che, attivando un processo di crescita dimensionale con operazioni di acquisizione e fusione, l'azienda potrà conseguire concreti vantaggi, in termini di incremento delle proprie performance, di miglioramento del proprio posizionamento competitivo, generando quindi più valore per gli azionisti<sup>2</sup>.

Entrando nello specifico, proviamo ad approfondire le principali possibili motivazioni alla base di percorsi di crescita per linee esterne, tenendo comunque presente che le ragioni possono variare considerevolmente a seconda del tipo di industria, di condizioni normative, delle circostanze e degli obiettivi specifici delle aziende coinvolte:

- Attivazione di processi di espansione.** Le aziende possono cercare di espandersi attraverso l'acquisizione di altre aziende per aumentare la quota di mercato, allargare la presenza geografica, accedere a nuovi mercati o ampliare il proprio portafoglio clienti. Ad esempio, l'acquisizione da parte di un'azienda di un proprio concorrente dà vita ad un'operazione di "concentrazione orizzontale" in quanto finalizzata a concentrare attività che insistono sulla stessa area della catena del valore: tutto ciò evidentemente può incrementare in modo rilevante il presidio e la quota di mercato.

- Riduzione della concorrenza.** Ac-

quisire un concorrente può ridurre la concorrenza e migliorare la posizione di mercato dell'azienda acquirente.

- Sviluppo di sinergie.** Le operazioni di M&A possono essere attivate per sviluppare sinergie operative, come la riduzione dei costi, l'ottimizzazione delle catene di approvvigionamento o l'uso condiviso delle risorse, che dovrebbero generare una maggiore efficienza e redditività. La valutazione delle possibili sinergie costituisce quindi una riflessione cruciale fin dalle prime fasi del processo di valutazione di tali operazioni.

- Riduzione del rischio attraverso una strategia di diversificazione.**

Le aziende possono cercare di diversificare le loro attività attraverso l'acquisizione di aziende in settori diversi per ridurre il rischio associato alla dipendenza da un singolo mercato o prodotto.

- Accesso a nuove tecnologie o competenze.** L'acquisizione di aziende con tecnologie avanzate o competenze specializzate può rappresentare una scelta strategica per consentire all'azienda di rimanere fortemente competitiva e innovativa. Tali scelte possono, inoltre, accelerare percorsi di sviluppo tecnologico attraverso l'acquisto di brevetti, *trade marks*, licenze e *know-how* specifico attivando processi caratterizzati da velocità e tempestività, sempre più indispensabili per essere al passo dei trend di mercato e difficili da gestire con una crescita di tipo organico.

- Consolidamento del settore.** In settori maturi o saturi, le M&A possono portare a una maggiore concentrazione e al consolidamento delle aziende per migliorare la competitività.

- Ritorno agli investitori.** Le operazioni di M&A possono essere utilizzate per generare valore per gli investitori attraverso l'aumento del valore delle azioni; in questi casi abbiamo a

che fare con motivazioni puramente (o prevalentemente) finanziarie o speculative.

- Risposta a condizioni particolari di mercato.** Cambiamenti nelle condizioni economiche o nei comportamenti dei consumatori possono spingere le aziende a cercare opportunità di M&A per adattarsi al nuovo scenario e rimanere competitive.

## Fasi ed elementi cruciali nel processo di M&A

Prima di entrare nel merito del processo tipico di un'operazione di M&A, è bene avere presente che possiamo trovarci di fronte a diverse combinazioni in funzione della natura del soggetto acquirente e di quella del soggetto cedente.

Il soggetto acquirente può essere un operatore industriale oppure un investitore finanziario (tra i quali figurano vari operatori come fondi di *private equity*, banche d'affari, *business angels*, ecc.). Il soggetto cedente (il venditore) può essere una persona fisica (o una holding di famiglia), un investitore finanziario oppure un'impresa. Nel primo caso, l'oggetto dell'operazione è sempre costituito da un pacchetto azionario, nel secondo e nel terzo può essere una partecipazione o una o più attività aziendali.

Seguendo questa distinzione possiamo trovarci di fronte alla seguente differenziazione di obiettivi. Nel caso di un acquirente industriale, l'obiettivo si traduce essenzialmente in acquisizioni di quota di mercato, conseguimento di sinergie, ampliamento della gamma di prodotti, immagine e crescita internazionale. Nel caso di acquirente di matrice finanziaria, l'obiettivo di fondo è l'investimento in imprese che garantiscono un ritorno potenziale elevato al momento della cessione.

Lo sviluppo tipico di un processo di M&A vede essenzialmente tre fasi consecutive logiche, con al centro la fase del deal, finalizzata alla definizione dell'accordo societario. Di seguito si evidenziano gli aspetti salienti di ciascuna fase.

### Fase del pre deal

- Definizione linee guida strategiche: le aziende definiscono gli obiettivi e la strategia per la fusione o l'acquisizione. Si decide cosa cercare in un partner, quali settori considerare e come finanziare l'operazione.
- Identificazione delle opportunità e delle possibili aziende *target*: si cercano potenziali aziende *target* o *partner* di fusione. Questo può comportare la valutazione di numerose opzioni e la creazione di una lista ristretta di candidati.
- Valutazione e analisi della possibile azienda *target*: si inizia a valutare nel dettaglio l'azienda *target*. Ciò include l'analisi finanziaria e operativa per determinare il valore e la fattibilità dell'operazione.

### Fase del deal

- Negoziazione: una volta identificato il *partner* ideale, si passa alla fase di negoziazione dei dettagli dell'accordo. Questo può essere un processo complesso e può richiedere tempo e il coinvolgimento di diversi attori.

- Due diligence: entrambe le parti condurranno una *due diligence* dettagliata per esaminare tutti gli aspetti dell'azienda *target*. Questo passo è fondamentale per scoprire potenziali problemi nascosti o rischi.

- Strutturazione dell'accordo: dopo la *due diligence*, le parti struttureranno l'accordo in base ai risultati delle trattative e delle valutazioni. Si definiscono i termini finanziari e la struttura finanziaria dell'operazione, i dettagli operativi e altri aspetti chiave.
- Chiusura (*closing*): una volta ottenute tutte le approvazioni e soddisfatte le condizioni precedentemente stabilite, l'operazione può essere finalizzata e chiusa contrattualmente. Nella maggior parte dei casi il *closing* è preceduto dal "signing", la fase in cui si procede alla firma dei documenti legali necessari per completare l'accordo di acquisizione: le parti coinvolte firmano formalmente l'accordo di acquisizione impegnandosi ufficialmente a concludere l'affare sulla base delle condizioni negoziate. Nel *closing* sono soddisfatte le condizioni precedentemente concordate e l'operazione viene completata; è il momento in cui avviene effettivamente lo scambio di risorse e l'accordo diventa vincolante: nel caso di cessione di partecipazioni si hanno le cessioni delle azioni dal venditore all'acquirente e la riscosse del prezzo da parte del primo,

mentre, in caso di aumento di capitale, si ha emissione di nuove azioni o quote a favore dell'investitore.

### Fase del post deal

- Integrazione: dopo la chiusura, le due aziende iniziano il processo di integrazione. Questo può richiedere molto tempo e sforzo per garantire che le operazioni, i sistemi e il personale siano adeguatamente integrati e coordinati.
- Monitoraggio e valutazione: dopo l'integrazione, le aziende monitoreranno l'andamento dell'operazione per garantire che gli obiettivi stabiliti all'inizio dell'operazione siano stati effettivamente raggiunti.

### Alcuni fattori critici per il successo dell'operazione di M&A

Sono numerosi gli elementi che, in maniera collegata e integrata, possono determinare il successo o meno delle operazioni di M&A. Solo per citare alcuni elementi critici (che verranno ripresi nella seconda parte dell'articolo dedicata ad alcuni casi aziendali):

- visione strategica e di *business* in grado di individuare chiaramente la rotta e il percorso di sviluppo dell'impresa definendo le coordinate di fondo all'interno delle quali sviluppare il processo di *scouting*. È assolutamente



Figura 1  
Mappa del processo di M&A.

- fondamentale che la strategia di M&A sia fortemente legata alla strategia aziendale complessiva;
- l'attivazione di un efficace processo di *scouting* per l'individuazione dell'azienda oggetto di possibile acquisizione;
  - una chiara identificazione delle leve per creare valore e sinergie rispetto all'azienda *target* prescelta;
  - competenze tecniche (finanziarie, contrattuali, legali, ecc.) per gestire i tavoli della *due diligence*, determinare il valore e la fattibilità dell'operazione e interfacciarsi con cognizione di causa con i diversi professionisti e advisor normalmente coinvolti in tali passaggi;
  - capacità di programmare le risorse finanziarie in funzione dei fabbisogni tipici dei progetti di M&A connessi al closing e alla successiva fase di integrazione con l'attuazione degli interventi tesi al raggiungimento delle efficienze gestionali;
  - pianificazione dei processi di integrazione e abilità manageriali per gestire fenomeni di *change management*, con flessibilità e apertura mentale per integrare culture aziendali diverse.

## L'importanza crescente dei fattori ESG nell'approccio alle scelte di investimento

I fattori ESG (*Environmental Social Governance*) sono divenuti parametri determinanti in ambito M&A al punto da orientare la scelta delle società *target*. In questo ambito delle operazioni di M&A si registra una forte propensione ad investire in un *business* che abbia del potenziale per svilupparsi pienamente in materia ESG. Inoltre, sia i fondi di *private equity* sia gli istituti finanziari ritengono sempre più che gli investimenti guidati da questi fattori siano maggiormente stabili e remunerativi.

In tale contesto si sta diffondendo la prassi di condurre anche una specifica *due diligence* ESG per verificare il grado di *compliance* rispetto ai fattori ESG, valutare il rischio di sostenibilità della target e quindi stimarne sia la redditività nel medio e lungo periodo, sia la capacità attrattiva per potenziali investitori. I fattori ESG sono peraltro oggetto di riflessione anche nella valutazione della struttura di *governance* pre e post conclusione dell'operazione. Di fatto, possiamo dire con certezza che questi fattori sono stati oramai integrati nel set informativo richiesto in sede di analisi di un'operazione. A livello mondiale, lo studio di KPMG ESG *Due Diligence* riferito all'anno 2022 sottolinea come tali metriche rivestano un ruolo centrale nelle scelte d'investimento, notando come un sostanziale 53% degli investitori americani abbiano fatto un passo indietro nelle decisioni di M&A una volta venuti a conoscenza di dettagli legati ai fattori ESG. La tendenza, tuttavia, non è limitata agli Stati Uniti in quanto il precedente studio, incentrato sull'area EMEA, ha prodotto risultati simili. In quest'area, il 48% degli investitori prevede frequenti valutazioni ESG nelle proprie transazioni, con un aumento significativo rispetto al 25% degli ultimi due anni.

## Empatia e sintonia nell'approccio all'azienda *target*

Come già sottolineato, le operazioni di M&A si rivelano progetti complessi sotto molteplici punti di vista, a partire dall'individuazione dell'azienda *target* oggetto dell'acquisizione. È una scelta non semplice: individuare un'azienda che abbia non solo un modello di *business* interessante e convincente dal punto di vista dell'acquirente (e funzionale alle sue strategie e ai suoi obiettivi), ma anche una comunanza di valori e di principi è un'operazione molto diffi-

le. L'aspetto psicologico gioca un ruolo fondamentale, ancor di più in trattative con imprese a controllo familiare, dove l'elemento affettivo ricopre un ruolo cruciale. Il rischio di innalzare barriere inutili in questi contesti è molto elevato ed è necessario capire e conoscere la controparte per ridurre il rischio che la trattativa si inceppi su aspetti che di primo acchito non sembrerebbero cruciali.

Si evince, infatti, dalle numerose analisi sul campo, come il momento iniziale di confronto e dialogo con la potenziale azienda da acquisire è influenzato anche dalla "chimica" che può instaurarsi tra i soggetti contraenti e che può condizionare (nel bene e nel male) il successo dell'operazione. In particolare, la sintonia tra le figure di vertice delle aziende coinvolte in una possibile operazione di M&A risulta spesso determinante. In molti casi, l'imprenditore (o la famiglia imprenditoriale) dell'azienda venditrice è fortemente interessata alle sorti future della propria impresa che sente sempre come una propria creatura. In questo senso, al di là dei legittimi interessi di tipo economico, l'imprenditore cedente, anche ai fini di rassicurare i propri collaboratori di fiducia, i dipendenti o anche gli *stakeholder* del territorio, di norma tenderà a valutare la bontà, la serietà, la credibilità del progetto industriale che il soggetto acquirente avrà modo di illustrare. In altri termini, un progetto industriale coerente e di medio termine, con la permanenza delle figure chiave del *management* dell'azienda *target*, potrebbe risultare determinante nell'orientare la decisione dell'imprenditore cedente.

## Negoziazione, accordi e approcci alla definizione del prezzo

La gestione di un'operazione di acquisi-



zione passa anche attraverso le diverse fasi della *due diligence*, della definizione del prezzo, della definizione degli accordi contrattuali. Si tratta di fasi che seguono modelli e paradigmi ormai ben codificati, in cui intervengono specialisti preparati. È molto importante gestire tali passaggi con rigore e analisi approfondite, anche quando potrebbe apparire più che sufficiente una verifica sommaria e veloce. Data la delicatezza dell'operazione degli interessi in ballo, è sempre bene procedere con analisi complete e dettagliate per evitare che possano sorgere dubbi o contese in una fase successiva quando l'operazione è indirizzata nella sua fase finale di *closing*.

Particolare attenzione merita la predisposizione della *letter of intent* (LOI) che temporalmente va collocata nella fase *pre deal*. È un documento che esprime l'intenzione delle due parti coinvolte di procedere con i negoziati e la *due diligence* per una potenziale transazione, ma di solito non è legalmente vincolante come un contratto definitivo di acquisto (*deal*).

La LOI stabilisce i principi di base e i punti chiave dell'accordo che le parti intendono raggiungere, ma spesso rimangono alcuni dettagli da negoziare prima di giungere a un accordo definitivo. In altre parole, la LOI è un passo iniziale per formalizzare l'interesse delle parti a esplorare l'operazione, ma il vero deal viene concluso successivamente, dopo ulteriori negoziati e la definizione di tutti i dettagli dell'accordo. Quando tutte le condizioni sono soddisfatte e le parti sono d'accordo su tutti gli aspetti dell'operazione, si procede a stipulare l'accordo definitivo di acquisto, che è considerato il *deal* completo e legalmente vincolante. È bene in ogni caso dedicare grande attenzione alla stesura della LOI. Una LOI sottovalutata con la redazione di lettere "standard" rischia di non cogliere gli aspetti principali og-

getto della transazione. Le parti dovrebbero considerare questo documento non come una semplice manifestazione dei loro impegni, ma uno strumento cardine, che consente di instaurare la fiducia necessaria per il proseguo dell'accordo. Non deve inoltre essere confuso con il memorandum d'intesa (MOU, *Memorandum of Understanding*) che invece viene redatto per descrivere le linee generali di un accordo e viene in genere prodotto poco prima del contratto formale.

Un altro passaggio cruciale è dato dalle negoziazioni in materia di valore e prezzo finale. Il valore d'acquisto è il risultato di un processo negoziale complesso che tiene conto di molteplici fattori<sup>3</sup>. Gli acquirenti cercano di determinare un prezzo che riflette accuratamente il valore dell'azienda *target* in base a una serie di considerazioni finanziarie e strategiche. Nella prospettiva dell'azienda acquirente, la determinazione del valore oggettivo attraverso i consolidati modelli di valutazione rappresenta il punto di partenza per la formazione del prezzo. Lo step successivo punta a definire il valore soggettivo, vale a dire il valore incrementale quantificando gli

effetti sul valore derivanti dai benefici e dalle sinergie che l'acquisizione potrebbe generare. La principale preoccupazione dell'acquirente sta nel determinare la dimensione quantitativa dei benefici netti addizionali fruibili in caso di acquisizione e dunque nel fissare il proprio "valore soggettivo", che sarà ovviamente diverso da quello di altri potenziali candidati ad acquisire l'impresa target e che dovrebbe rappresentare il limite di prezzo da non oltrepassare. Gli elementi strategici hanno pertanto una grande influenza nel determinare il divario tra il valore economico oggettivo di partenza e valore finale soggettivo e in particolare nei casi in cui il progetto di acquisizione rappresenta il cardine della strategia di crescita. Una regola particolarmente importante per gli acquirenti sta dunque nel saper calcolare i benefici addizionali delle acquisizioni e nel dotarsi di disciplina al momento della trattativa, evitando di formulare offerte che oltrepassino il proprio "valore soggettivo".

È evidente come in simili contesti caratterizzati da una tendenziale asimmetria informativa tra compratore e venditore gli aspetti negoziali e le relative forze



Figura 2  
Logica di definizione del valore  
in un'operazione di M&A.

contrattuali sono determinanti per la fissazione del prezzo finale. Occorre considerare, inoltre, come il prezzo finale sia determinato anche dalle dinamiche competitive essendo spesso l'acquirente in competizione con altri *buyers*. In tali situazioni, può frequentemente accadere che l'acquirente sia indotto a pagare un prezzo superiore alle sinergie che è effettivamente in grado di generare dall'operazione. In altri termini, l'acquirente potrebbe cadere nella trappola di pagare un sovrapprezzo legato più che alle proprie sinergie, ai benefici che si potrebbero generare per i concorrenti; tutto ciò può indurre il *management*, in un'ottica giustificativa, all'elaborazione di proiezioni non sempre realistiche ed eccessivamente ottimistiche.

In tale negoziazione, ricorrono spesso anche le clausole di *earn-out*, vale a dire specifiche disposizioni contrattuali che stabiliscono che una parte del prezzo di acquisto sarà pagato dopo la conclusione dell'affare al raggiungimento di determinati obiettivi (obiettivi di fatturato, reddituali, finanziari, ecc.). Si tratta evidentemente di clausole che hanno un senso e un'applicazione nell'ipotesi in cui tra venditore e acquirente ci sia una parziale divergenza rispetto al valore dell'azienda e ai suoi risultati futuri. Da non dimenticare, infine, il ruolo delle garanzie nella definizione del prezzo finale. In un'operazione di acquisizione, il compratore deve essere tutelato dal rischio di perdite economiche derivanti da fatti imputabili alla gestione precedente ed avvenuti prima dell'eventuale closing. Il rischio da coprire è quello di un'eventuale differenza tra la realtà presentata dal venditore rispetto a quella trovata concretamente da chi effettua l'acquisizione. È così necessario che il venditore si obblighi ad indennizzare il compratore per le passività pregresse, le sopravvenienze passive e le insussistenze attive che si dovessero verificare

rispetto alla situazione patrimoniale di riferimento allegata al contratto di compravendita. Le *due diligence* preliminari effettuate dal compratore, infatti, non possono escludere tutti i potenziali rischi connessi ad un'operazione di acquisizione, che possono materializzarsi anche alcuni mesi/anni dopo il *closing*. Di fronte a tali rischi dunque, il compratore deve essere assistito da idonee garanzie. Le *Transactional Risk Insurance Solutions* sono coperture assicurative a garanzia dei rischi connessi alle operazioni di M&A che ne consentono il trasferimento a un soggetto terzo e che comportano significativi benefici sia per la parte venditrice sia per la parte acquirente: il venditore si può liberare dalla responsabilità di indennizzare la controparte in caso di sinistro, una volta che le operazioni si siano concluse (la cosiddetta *clean exit*); l'acquirente, invece, può contare sulla certezza di avere come controparte – al posto del venditore – un soggetto solvibile, qualora dovesse occorrere una violazione al set di dichiarazioni e garanzie rilasciate nel contesto delle operazioni.

Infine, una veloce riflessione sull'articolazione della *due diligence*. In genere essa si focalizza in modo analitico su aspetti finanziari, contabili, fiscali, legali; non sempre sono affrontati in modo strutturato aspetti di tipo strategico e culturale che, al contrario, si rivelano sempre più determinanti per il successo di un'acquisizione.

## Acquisizioni e fabbisogni finanziari

Dal punto di vista del fabbisogno finanziario collegato ad un'operazione di aggregazione, occorre tener presente che il fabbisogno da sostenere sarà determinato, a seconda delle combinazioni possibili, dai seguenti elementi:

- l'importo che si manifesta al momento del *closing* dell'operazione, lega-

to al prezzo del *deal* e degli oneri di esecuzione dell'operazione (sia quelli notarili, legali e di *due diligence*, che quelli organizzativi dati da interventi logistici, informatici o sul personale);

- l'importo che si manifesta nelle fasi successive legate all'integrazione dell'azienda acquisita e in particolare al fabbisogno di circolante della struttura acquisita;
- l'importo legato agli oneri tributari determinati dalla tipologia di modalità di aggregazione scelta.

Diventa pertanto fondamentale l'analisi della capacità finanziaria da parte dell'azienda acquirente, sia in termini di valutazione della capacità di generare autonomamente cassa, sia in termini di calcolo della capacità di debito e quindi del volume di risorse finanziarie potenzialmente acquisibili dal sistema bancario<sup>4</sup>. Tale valutazione può richiedere, normalmente, tre livelli di analisi:

- un'analisi *stand alone* dell'azienda acquirente partendo da una disamina del piano industriale, un'analisi focalizzata quindi sullo stato e le prospettive dell'azienda prescindendo dall'eventuale operazione di acquisizione;
- un'analisi della struttura finanziaria dell'azienda target e della sua capacità di produrre risorse finanziarie;
- un'analisi, infine, delle sinergie e delle integrazioni attivabili, con i possibili impatti a livello di equilibri finanziari complessivi.

L'integrazione di questi tre profili di analisi permette all'azienda acquirente di avere un quadro completo e realistico sulla propria capacità finanziaria e di indebitamento (leva finanziaria) nel caso in cui si dovesse decidere di procedere con l'operazione di M&A. Tali ragionamenti portano alla creazione di una struttura di *acquisition financing*, definendo se finanziare l'operazione con *equity*, debito (tipicamente bancario) o con formule miste, tenendo presente la capacità di produzione dei

## L'integrazione è una delle fasi più delicate in un processo di M&A: una strategia di integrazione poco chiara o comunicata in modo errato rischia di vanificare i potenziali benefici che un'acquisizione dovrebbe generare.

flussi di cassa del piano industriale sottostante l'acquisizione. La leva finanziaria può risultare un motore importante per sostenere i processi di crescita, ma va utilizzata in modo appropriato per evitare che vada fuori controllo; un utilizzo scorretto o spregiudicato della leva finanziaria può infatti generare condizioni di insostenibilità nel futuro dell'azienda.

### Il post merger integration

Altro momento cruciale e complesso di un'operazione di M&A è la pianificazione e gestione dell'integrazione post acquisizione<sup>5</sup>. Numerosi studi evidenziano come non più del 50-60% delle operazioni di M&A raggiungono completamente i risultati auspicati. E spesso l'insuccesso nasce da un'incapacità nella fase di integrazione nel realizzare le sinergie e raggiungere gli obiettivi che erano stati prefissati.

La fase di integrazione deve essere pensata e programmata già nella fase di negoziazione e non può essere affrontata solo a partire dal momento della sottoscrizione del contratto. Il post acquisition richiede grande sensibilità rispetto

agli aspetti "people": due aziende si integrano e ognuna ha la propria storia, cultura e valori. Il soggetto acquirente dovrebbe ben tenere in considerazione tali elementi anche alla luce degli inevitabili timori, paure o resistenze del management dell'azienda acquisita. Se poi consideriamo operazioni di acquisizione in contesti internazionali, gli aspetti di comunicazione e negoziazione interculturale, con l'attivazione di team multiculturali, risultano determinanti per creare una vera integrazione che possa dar vita alle sinergie auspicate. Diventa quindi importare concepire l'integrazione come un progetto ben chiaro e definito con risorse assegnate e un *team* dedicato come se si trattasse di una vera e propria funzione aziendale, al pari delle funzioni classiche. In questo senso, molte aziende individuano una risorsa in qualità di *M&A Integrator* o un *team* dedicato (*Integration Management Office*) con il compito di guidare e coordinare le diversi fasi del processo che, solitamente, vede un forte coinvolgimento di diverse figure chiave aziendali, a partire dal CFO e dal responsabile delle risorse umane. Il *manager* integratore ha quindi il compito di definire un piano dettagliato per l'integrazione dei processi, dei sistemi, delle risorse collaborando con i diversi *team* (finanza, personale, sistemi informativi, *operations*, legale, ecc.) monitorando e valutando il progresso dell'integrazione rispetto al piano definito.

### Il ruolo degli advisor

E' opportuno riservare un cenno al ruolo degli *Advisor*, gli operatori e consulti specializzati nella realizzazione di combinazioni aziendali e operazioni straordinarie. Il ricorso ad un *advisor* non è obbligatorio, ma si rivela più frequente quanto più:

- è elevata la complessità dell'operazione;

- è difficile la valutazione del *target* per la presenza di asimmetrie informative.

La relazione tra le parti e gli *advisor* è normalmente regolata da accordi di mandato con clausole e regole ben precise e i vantaggi che un *advisor* può portare sono normalmente legati a:

- economie di specializzazione, legate al numero delle operazioni seguite e dell'esperienza cumulata che ne deriva;
- economie di scala nella raccolta delle informazioni relative all'acquisizione;
- economie nei costi di ricerca delle potenziali *target*.

### M&A e investitori nel capitale di rischio

Gli investitori nel capitale di rischio svolgono un ruolo importante nello sviluppo del mercato del M&A. Al riguardo, il mercato italiano dell'investimento in capitale di rischio ha registrato, ormai da diversi anni a questa parte, un trend di sviluppo che avvicina il nostro contesto a quello proprio dei mercati finanziari più evoluti, evidenziando una prova di maturità in uno scenario economico incerto e di grande complessità. In base ai dati del *Private Equity Monitor* (PEM), nel 2022 sono presenti 241 operatori attivi nel nostro paese, per un totale di 441 operazioni di investimento. Gli operatori internazionali rappresentano il 51% dell'attività complessiva. Il 77% delle operazioni è riconducibile a società di *private equity* tradizionali ed il restante 23% alle altre categorie di attori attivi sul mercato del capitale di rischio, tra i quali le *holding* (12%).

Risulta del tutto marginale invece il contributo delle SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*), veicolo di investimento costituito da un *team* di promotori destinato a raccogliere capitali sul mercato attraverso la quotazione

in Borsa. I capitali raccolti in IPO sono impiegati per un'operazione di acquisizione di una società *target*. Al completamento dell'operazione, le azioni della società *target* saranno quotate in Borsa. Le SPAC, che negli Stati Uniti hanno registrato un grande successo, hanno avuto in Italia uno sviluppo costante e significativo tra il 2011 e il 2018 con la creazione di 31 SPAC. Da qualche anno, tuttavia, lo scenario è mutato e in Italia le nuove SPAC sono quasi scomparse di scena. Lo strumento delle SPAC rimane in ogni caso un'opzione in sé valida e interessante; probabilmente il modello italiano di SPAC andrà rivisto e adeguato tenendo presente che la concorrenza nel mercato finanziario è aumentata e che la gamma delle scelte operabili nel settore si è ampliata.

Da rilevare come le imprese private e familiari continuano a rappresentare larga parte delle opportunità di investimento. Il dato più interessante riguarda

le operazioni di *add-on* (vale a dire operazioni di aggregazione aziendale) che rappresentano quasi la metà (47%) del totale investimenti del 2022, a testimonianza di una crescente consapevolezza e maturità rispetto alla necessità di strategie di crescita dimensionale e aggregazione industriale.

A livello territoriale, una quota significativa di investimenti si concentra in Lombardia, Veneto ed Emilia Romagna (58% dell'intero mercato nel 2022). Il focus di investimento è su piccole e medie imprese; ben l'87% degli investimenti nel 2022 è indirizzato verso imprese che non superano un fatturato di 60 milioni di euro. Se invece prendiamo in considerazione l'entità delle operazioni concluse all'estero da operatori di *private equity* italiani, nel corso del 2022 il PEM ha mappato 16 investimenti diretti all'estero, con una netta prevalenza in Europa (Francia, Spagna e UK).

## Esperienze di crescita e M&A: lezioni da alcuni casi aziendali

In questa seconda parte dell'articolo viene sviluppata una riflessione su alcuni casi aziendali. Abbiamo messo a fuoco quattro realtà del tessuto imprenditoriale del Nord-Est. Sono aziende dinamiche, che hanno saputo cambiare, evolvere, rischiare e che stanno vivendo una fase di crescita a livello nazionale e internazionale anche tramite operazioni di M&A. In particolare abbiamo posto la lente sia su alcuni requisiti e presupposti che hanno innestato e sostenuto la crescita, sia su alcune visioni, approcci e metodi che caratterizzano lo sviluppo delle operazioni di M&A.

**Gibus.** Si tratta di un'azienda padovana a proprietà familiare, controllata dalla Famiglia Bellin, *leader* nel segmento



dell'*outdoor design* di alta gamma con la produzione di tende da sole, pergole e sistemi per la copertura di esterni. È un'azienda del Made in Italy con una forte vocazione per l'innovazione, con attualmente più di 50 brevetti e 30 modelli di design. Nel 2022 il Gruppo ha chiuso con un fatturato consolidato pro forma di circa 110 milioni di euro. L'azienda ha vissuto negli ultimi dieci anni importanti processi di trasformazione con l'ingresso nel 2016 di un fondo di *private equity* (con quota di minoranza), il successivo riacquisto della quota nel 2018 da parte della famiglia proprietaria e la quotazione al segmento AIM di Borsa Italiana nel mese di giugno 2019. Gli anni successivi hanno visto un percorso di ulteriore e significativa affermazione del *brand*, con una crescita sia per linee interne che esterne. La sfida per il futuro è l'internazionalizzazione, per la quale Gibus ha posto solide basi acquisendo e integrando Leiner GmbH, operazione che consente al Gruppo di consolidare il proprio modello di *business* e incrementare la penetrazione nei principali mercati europei (Germania e Benelux) posizionandosi tra i primi *player* internazionali del settore.

**Labomar.** Fondata nel 1998 a partire dalla farmacia del Dottor Walter Bertin, Labomar è un'azienda trevigiana specializzata nello sviluppo e produzione di integratori alimentari, dispositivi medici, alimenti a fini medici speciali e cosmetici per conto terzi. L'azienda ha visto negli ultimi 10 anni un costante sviluppo sostenuto da un forte orientamento all'innovazione (17 brevetti registrati), con una base produttiva distribuita oggi in sei stabilimenti produttivi. La stima di ricavi consolidati per l'esercizio 2023 si attesta su un valore di circa 110 milioni di euro. Il percorso di crescita di Labomar segna un momento cruciale nel 2012 con l'ingresso nella compagine sociale di un fondo di *private equity* istituzionale con una quota di

## I casi di Gibus, Labomar, Morato Pane, Somec sono accomunati da un percorso di crescita per linee interne ed esterne guidato, da un processo diffuso di rafforzamento della cultura manageriale, organizzativa e di governance.

minoranza. Nel 2018 la proprietà riacquista la quota del fondo continuando il percorso di crescita sia per linee interne che esterne. Il 2020 segna un'altra tappa significativa nel processo di sviluppo con la quotazione al Mercato AIM di Borsa Italiana. Nel frattempo, a partire dal 2019, l'azienda, accanto alla crescita organica, avvia un percorso di crescita per linee esterne di tipo selettivo, realizzando tre mirate acquisizioni aziendali (nel mercato nord-americano e in Italia). A metà 2023 si registra un'ulteriore svolta con la decisione di uscire dalla Borsa e l'avvio della *partnership* con il fondo anglosassone *Charterhouse Capital Partners*, decisione motivata dalla volontà di perseguire con maggiore velocità e flessibilità la propria strategia di sviluppo.

**Morato Pane.** La storia di questa azienda inizia nel 1970 quando Luigi Morato apre la prima bottega a Vicenza. Nel 1994, acquista una struttura, ad Altavilla Vicentina, che in pochissimo tempo diventa la nuova sede dell'azienda, pas-

sando da una produzione artigianale ad una industriale. Una svolta nella storia aziendale è rappresentata nel 2012 dalla presenza in maggioranza di Aliante Equity 3, società facente ad un gruppo di famiglie industriali che tramite i loro *family office* hanno sposato una logica di investimento di lungo termine con l'obiettivo di intraprendere un percorso di crescita. Ulteriore svolta nel 2018: entra nel gruppo Stefano Maza con la carica di Amministratore Delegato, ruolo che tuttora ricopre. L'ingresso del nuovo *manager*, supportato dal *management team* aziendale, apre una significativa stagione di acquisizioni di aziende del settore, dapprima in Italia e poi in Europa (in particolare in Spagna e Francia), che porta la società ad evolvere in vero e proprio Gruppo multinazionale, ricoprendo un ruolo sempre più rilevante nel mercato dei pani industriali. Tra il 2018 e il 2023, l'azienda realizza 12 operazioni di M&A, con una crescita che vede una proiezione del fatturato consolidato 2023 a circa 500 milioni di euro, più di 1.500 dipendenti, una capacità produttiva di oltre 200 mila tonnellate, 21 stabilimenti tra Italia, Francia e Spagna e 65 linee produttive. Una crescita decisamente rapida, con una strategia di M&A "programmatica" (vale a dire con una sequenza continua di operazioni, anche più di una operazione all'anno), sempre coerente con la strategia aziendale di affermazione nell'ambito della categoria specifica del *bakery*.

**Somec.** Nata nel 1978 nella provincia trevigiana come azienda familiare e artigianale, Somec nel tempo ha risposto ai cambiamenti di mercato, specializzandosi prima nella progettazione e realizzazione di facciate per grattacieli e poi, negli anni Novanta, di vetrate e serramenti per navi da crociera<sup>6</sup>. Nel 2013, guidata dal neo Amministratore Delegato Oscar Marchetto, l'azienda avvia un percorso di consolidamento e inve-

stimento, che la posiziona attualmente tra i leader mondiali nella progettazione e realizzazione di progetti chiavi in mano nell'ambito navale e civile. Oltre alla divisione focalizzata sui sistemi di architetture navali e facciate civili, Somec opera su due ulteriori segmenti di commessa: il primo finalizzato allo sviluppo di sistemi e prodotti integrati per cucine professionali (che prende il nome di "Talenta"), e il secondo dedicato alla progettazione e creazione di interni di pregio personalizzati. Proprio nell'ottica di ampliare il *business* e rafforzare la divisione di progettazione e creazione di interni di alta gamma, Somec costituì nel 2022 una nuova società, Mestieri, controllata al 100%. L'intento è di realizzare progetti chiavi in mano relativi a interni di pregio, valorizzando le competenze e il saper fare di diverse realtà artigiane altamente specializzate nella lavorazione di vari materiali, dai metalli ai marmi, passando per legni pregiati, pelli e tessuti. Un percorso di visione, progresso e credibilità, che rende oggi Somec sinonimo della qualità costruttiva italiana e aggregatore di imprese ed eccellenze nazionali e internazionali. Somec è un gruppo quotato alla Borsa di Milano dal 2018, anno in cui avviene la quotazione al mercato AIM. Dal 2022 le azioni Somec passano ad essere quotate su Euronext Milano. La strategia di crescita dell'azienda si sviluppa per linee interne e soprattutto esterne, con una strategia di M&A "programmatica". Nel decennio 2013-2023 vengono completeate ben 20 acquisizioni aziendali (in Italia, Europa e Stati Uniti) con un totale di ricavi stimati per il 2023 a livello di Gruppo di oltre 360 milioni di euro.

## Il presupposto di una visione strategica a medio/lungo termine

I casi analizzati evidenziano, ognuno con le proprie specificità, l'importanza

di una chiara visione strategica e di una forte determinazione nel percorso di crescita da parte del vertice aziendale. In tutti i casi appare fondamentale il ruolo della figura dell'Imprenditore o dell'Amministratore Delegato, affiancati da un *team* di *manager* estremamente preparato e di fiducia. I casi analizzati evidenziano significati percorsi di crescita, anche per linee esterne e con scelte di forte cambiamento e discontinuità. Si tratta di percorsi relativamente recenti, avviati negli ultimi 10-15 anni e guidati dalla visione, dal sogno, dalla tenacia del vertice che ha consentito a queste realtà di evolvere da un contesto prevalentemente locale ad una dimensione di impresa leader sul mercato affermata a livello internazionale. Non si tratta mai di un percorso improvvisato: Il processo di sviluppo e di affermazione delle aziende è legato in modo biunivoco anche a un parallelo percorso di crescita manageriale. Le aziende hanno avuto la lungimiranza e la consapevolezza di dover investire sia nella crescita della cultura organizzativa e di *governance*, sia nella crescita professionale e manageriale delle figure chiave, anche con l'inserimento di nuove risorse umane di alto profilo in grado di supportare efficacemente il vertice. Nei casi analizzati, parlando di figure chiave, emerge il ruolo del CFO che affianca fin dall'inizio, oppure in un momento immediatamente successivo, l'imprenditore nell'approccio e nel confronto con l'azienda *target*.

## Il ruolo dell'apertura del capitale e della borsa nei processi di crescita

Strumenti come il *private equity* o la Borsa devono essere considerati e valutati non solo come mero reperimento di capitali, ma anche (e soprattutto) come operazioni in grado di imprimere un salto di qualità nella gestione mana-

geriale e nelle prospettive dell'impresa aprendo nuovi orizzonti e generando una grande visibilità e immagine a livello nazionale e internazionale. Se un'azienda dovesse valutare l'opzione del *private equity* e della Borsa solo per raccogliere capitali, probabilmente tali strumenti non rappresenterebbero l'opzione preferibile vista l'ampia possibilità, per imprese profittevoli e in salute, di accedere al credito bancario a condizioni competitive. Se, al contrario, la necessità di reperimento di capitali è abbinata ad una precisa volontà di attivare un percorso di sviluppo a più livelli (dimensionale, internazionale, manageriale, reputazionale), la scelta di aprirsi ad un fondo o quotarsi in Borsa ha una logica e un chiaro significato. Con riferimento all'esperienza di Gibus, la finanza è stata vista e utilizzata come strumento a supporto del piano strategico; con questa chiave di lettura,

---

**Le opzioni legate all'apertura al mercato dei capitali (dal *private equity* alla borsa) rappresentano non solo strumenti per raccogliere capitali, ma (soprattutto) interventi in grado di favorire un salto di qualità nella gestione manageriale dell'impresa e nella sua visibilità e immagine.**

# moratogroup

all the goodness of bakery

Bakery that looks to the future embraces every nutritional need, choice and taste.

None excluded.

This is what innovation means to us.

[moratogroup.com](http://moratogroup.com)



sono state valutate e ponderate determinate scelte in un percorso graduale e coerente che permette oggi all'azienda di poter gestire operazioni finanziarie complesse sempre legate al disegno strategico in atto. L'apertura del capitale di Gibus a un fondo di *private equity* ne è una testimonianza significativa in termini di ridefinizione della *governance* societaria e di confronto diretto e continuo con un soggetto forte in grado di apportare non solo risorse finanziarie ma anche un supporto rilevante alla pianificazione strategica e nelle scelte di *business* dell'impresa immettendo l'azienda in una prospettiva di respiro e cultura internazionale. Indubbiamente, il fondo ha giocato nell'azienda un ruolo fondamentale a livello di stimolo e impulso alla crescita manageriale e organizzativa e allo sviluppo di una cultura finanziaria e del controllo di gestione diffusa; in particolare, ha fortemente stimolato l'implementazione di un sistema efficace di controllo, in linea con

la prassi degli investitori e dei mercati internazionali.

Le motivazioni sottostanti al successivo processo di quotazione di Gibus sono state molteplici e possono essere definite come la continuazione di un processo culturale dell'azienda a supporto del passaggio generazionale della proprietà di maggioranza. La quotazione su AIM Italia è stata una scelta chiave per il futuro dell'azienda perché ha aperto a soluzioni e scenari competitivi sempre più complessi dando supporto a progetti di crescita, di visione strategica, di visibilità e rafforzamento patrimoniale. Possiamo così schematizzare i principali *driver* che hanno guidato l'azienda in tale percorso:

- continuare il percorso culturale iniziato con il *private equity* (evolvendolo) e supportare il passaggio generazionale;
- differenziare le fonti di finanziamento;
- accelerare il percorso di crescita or-

ganica e avviare una fase di sviluppo per linee esterne;

- finanziare e incentivare la ricerca e sviluppo di prodotto oltre che spingere il percorso di digitalizzazione dell'azienda internamente ma soprattutto verso i propri clienti;

• *brand awareness* e visibilità.

Nell'esperienza di Somec, la Borsa ha costituito il naturale sbocco di una crescita iniziata nel 2013 quando il CEO Oscar Marchetto rileva un'azienda in crisi e insieme ai soci Giancarlo Corazza e Alessandro Zanchetta la porta ad essere leader mondiale nella produzione e ammodernamento di involucri vetrati e aree interne per navi da crociera, nonché protagonista nell'ambito civile, ovvero quello delle vetrate per grandi immobili e grattacieli.

La quotazione ha rappresentato per Somec uno strumento sia di visibilità per aprirsi al mercato e rafforzare la propria immagine, sia di disciplina societaria e organizzativa. La quotazione



ha richiesto trasparenza e organizzazione e ha costituito uno strumento attraverso il quale è possibile divulgare agli azionisti e a tutti gli *stakeholders* quale fosse il progetto industriale perseguito e dimostrare, passo dopo passo, il rispetto del percorso intrapreso. Un programma che non lascia spazio a improvvisazioni. Quotata al segmento AIM nel 2018, Somec decide nel 2020 di passare al segmento MTA, il segmento principale di Borsa; un approccio graduale al mercato dei capitali che ha permesso alla società di potenziare le proprie ambizioni di crescita, portandola poi al naturale passaggio sul mercato principale per continuare a innovare e crescere.

Anche nell'esperienza Labomar, la finanza ha accompagnato e supportato in modo determinante la crescita dell'azienda. L'ingresso nel 2012 di un fondo di *private equity* istituzionale di minoranza ha avuto il merito di sostenere un processo di crescita culturale finalizzato a favorire un confronto e un allargamento di visuale, a generare ordine e rigore nel modello di *governance*, a far crescere una prima linea di management, ad adottare nuovi e più adeguati modelli di reportistica finanziaria, a supportare lo sviluppo anche attraverso la creazione di nuovi siti produttivi per la crescita organica. Dopo più di cinque anni il fondo è uscito, con un eccellente rendimento.

Nel 2019 Labomar mette a fuoco un piano industriale con un processo di crescita, in particolare per linee esterne e in modo coerente con tale visione viene decisa la quotazione al mercato AIM di Borsa, che avviene ufficialmente nell'ottobre 2020. La quotazione consente, anche, di raccogliere capitali per sostenere una specifica operazione di acquisizione e per avviare un programma con nuovi interventi di M&A. Arrivando ad oggi, la proprietà dell'azienda ha ritenuto che la crescita organica possa manifestare concrete ulteriori possi-

bilità, ma ha visto un limite nella propria capacità produttiva. Pertanto, per seguire il naturale percorso di crescita e seguire la vocazione dell'imprenditore, sono state valutate nuove soluzioni. Piuttosto che puntare su operazioni di leva (che l'azienda potrebbe anche agevolmente attivare ma che si rivelerebbero rischiosse qualora dovessero manifestarsi eventuali difficoltà di mercato), la decisione è stata quella di procedere ad un'azione di "*delisting*" e collegarsi e aprirsi ad un partner rilevante, uno dei fondi più antichi in Europa. La finanza anche in questo caso viene vista come uno strumento a disposizione della strategia della società e quindi di volta in volta sono valutate e adottate le soluzioni di finanza più adeguate in funzione della strategia perseguita dall'impresa. Come emerge dai comunicati ufficiali di Labomar per spiegare al mercato questa scelta strategica, la *partnership* con Charterhouse è finalizzata ad accelerare in modo significativo il percorso di crescita e sviluppo sia in Italia sia all'estero anche mediante operazioni di M&A. Il contributo di Charterhouse è anche indirizzato a dotare l'azienda di ulteriori risorse finanziarie funzionali alla realizzazione di nuovi investimenti in capacità produttiva, ritenuti indifferibili a seguito di una situazione odierna prossima ormai alla saturazione di capacità e quindi con capacità di espansione del *business* prospetticamente limitate.

L'esperienza di crescita di Morato Pane è legata in modo determinante all'interpretazione del ruolo del suo azionista di riferimento, Aliante Equity, un'holding di partecipazioni, che, entrata nel capitale dell'azienda fin dal 2006, ne detiene dal 2012 la quota di maggioranza, con la famiglia Morato rimasta nella compagine societaria con una quota di minoranza. La strategia dell'azionista di riferimento si caratterizza infatti per la volontà di sostenere lo sviluppo nel

**La condivisione di un progetto industriale, la comunanza di idee e valori, la volontà di percorrere assieme un cammino, la valorizzazione delle competenze distintive dell'azienda acquisita rappresentano presupposti indispensabili per avviare un'operazione di M&A.**

lungo termine di aziende, in particolare PMI a conduzione familiare, con un prodotto eccellente, ma con un'esigenza e necessità di internazionalizzazione, di sviluppo tecnologico, di crescita dimensionale o ancora di gestione di un processo di ricambio generazionale. Il caso Morato evidenzia quindi un ruolo dell'azionista, che, lontano da logiche di speculazioni finanziarie, ha al contrario sposato convintamente un approccio fortemente industriale, con una partecipazione attiva nelle scelte strategiche e operative aziendali.

## L'importanza del progetto industriale nelle strategie di M&A

La strategia di acquisizioni in Somec è sempre diretta emanazione della strategia aziendale e si basa su due principi:

# La crescita delle imprese, per linee interne e soprattutto per linee esterne, è un processo che non può essere improvvisato e che pone precise sfide manageriali non potendo prescindere da un robusto sviluppo culturale e organizzativo.

puntare ad aziende con prospettive di crescita e preservare l'identità, la storia delle aziende acquisite. Quest'ultimo è un aspetto irrinunciabile per l'idea e la vocazione imprenditoriale della proprietà di Somec: acquisire aziende che riescano ad integrarsi nel Gruppo condividendone i valori e le strategie, ma conservando la loro identità. Siamo quindi di fronte a un progetto fortemente industriale con un'impronta strategica e una visione molto chiara che permea e coinvolge l'intero Gruppo.

La visione dell'Imprenditore è quella di mettere i vertici delle aziende acquisite nella condizione di dedicare il proprio tempo al prodotto/servizio, concentrando invece strategia, finanza, risorse umane e commerciale in una struttura sovrastante. In questo modo Somec riesce a valorizzare le aziende, le quali possono continuare a investire, innovare e a rendersi più attrattive nei riguardi dei progettisti e del personale. La vocazione dell'Imprenditore è che le aziende acquisite possano condividere non solo piani e progetti, ma ancora di più il "sogno" che guida la strategia dell'azienda. Un simile processo di aggregazione, se compreso e condiviso, può risultare di forte interesse per le PMI e le imprese

artigiane che, da sole, non avrebbero le possibilità di investire e rimanere competitive. La visione della *business unit* "Mestieri" è proprio questa: aggregare piccole imprese artigiane, imprese eccellenze ed espressione del *Made in Italy*, ma che non sarebbero in grado di competere nel mercato globale non avendo maturato quella preparazione (di finanza, di *marketing*, di tipo legale, ecc.) che oggi risulta necessaria per la competitività. L'idea, quindi, è di concentrare tali competenze su una struttura centrale di gruppo permettendo così alle imprese acquisite di concentrarsi sul prodotto, sulla ricerca, sull'innovazione valorizzando dunque le proprie capacità distintive.

La strategia di M&A di Morato Pane ha puntato sia ad un sensibile sviluppo nel mercato italiano (confermandosi la seconda azienda italiana nel mercato della panificazione confezionata), sia ad un importante sviluppo del mercato estero, ponendo solide basi per un passaggio ad un modello di *business* basato non più solo su logiche *export*, ma su progetti di internazionalizzazione veri e propri. Lo sviluppo si è basato su un approccio efficace e dotato di regole chiare, a partire da una totale condivisione

a livello di percorso strategico tra i soci e il CEO. Il focus dei progetti di acquisizione riguarda esclusivamente aziende ritenute meritevoli di attenzione, della categoria del "panificato"; quindi, l'attenzione è rivolta rigorosamente ad aziende riconducibili al settore di *business* dell'azienda. L'azienda in questa stagione di forte crescita tramite M&A continua a rimanere legata a quella che è la propria *expertise* nel pane e nei prodotti da forno, il che ha permesso di rafforzarsi sfruttando lo specifico *know-how* e facendo leva su sinergie di natura industriale.

La strategia di sviluppo prevede, con la regia del CEO, acquisizioni basate su scelte attente, pianificate con idee estremamente chiare e molta pazienza. Appare fondamentale nell'esperienza di Morato arrivare preparati al primo incontro con l'azienda *target*; è necessario conoscere bene l'azienda, la sua storia, la sua struttura e capire già cosa l'imprenditore cedente vorrebbe ascoltare. Occorre quindi preparazione e grande concretezza. L'approccio con le aziende *target* punta a costruire una collaborazione, una *partnership* e ad avviare un percorso comune per esser più forti e competitivi nel proprio set-

tore. Parliamo, pertanto, di una logica e di un approccio totalmente industriale. Nella scelta delle acquisizioni, Morato ha sempre cercato aziende che fossero molto vicine alla propria filosofia. È quindi fondamentale il *feeling* con l'imprenditore dell'azienda *target*: se non si riesce a creare una sintonia e una condivisione a livello valoriale e culturale, è bene fermarsi e non procedere nel percorso di acquisizione. In questo senso, il focus nel primo approccio deve essere la condivisione del progetto futuro (capire se si può costruire assieme qualcosa di utile per entrambe le aziende) a prescindere dallo scambio di azioni (quota di maggioranza o di minoranza) che sarà poi oggetto di discussione nei confronti successivi. La scelta di Morato, in linea di massima, è quella comunque di acquisire la maggioranza perché poi in fin dei conti è premiante una governance e un'organizzazione con regole chiare e ben definite, evitando di creare false aspettative.

L'esperienza di Labomar in tema di M&A si caratterizza per lo sviluppo di tre operazioni, a partire dal 2019, con l'ottica di presidio della filiera e di un suo completo monitoraggio in un modello di *business* integrato verticalmente. Altamente strutturato è il processo di individuazione delle aziende *target*: la fase di *scouting* in Labomar vede l'attivazione di una rete di advisor nazionali e internazionali con linee di indirizzo originate da un *team* di lavoro interno. CEO e Direzione Commerciale sono le figure più orientate a identificare le pos-

sibili sinergie con l'azienda *target* in termini di alimentazione della catena del valore o di attivazione di nuovi progetti sulla base della R&S interna. La prima selezione avviene dunque attraverso questo gruppo ristretto. Quando si ritiene di approfondire il *dossier* aziendale, il comitato viene integrato con il coinvolgimento di altre funzioni aziendali (in particolare le *operations* e le risorse umane). In tale fase sono oggetto di analisi e ponderazione molteplici elementi, quali ad esempio:

- la capacità dell'impresa di riprodurre adeguate marginalità attraverso fattori statistici che vengono valutati positivamente (frazionamento della clientela e dei fornitori, ecc.);
- la qualità degli investimenti in capitale fisso, delle tecnologie disponibili e dei processi applicativi;
- il profilo e le politiche di sostenibilità;
- il clima aziendale e le politiche relative alle risorse umane.

Anche nel caso di Gibus il focus sul progetto industriale ha avuto un forte peso nella positiva conclusione della trattativa di acquisizione relativa a Leiner GmbH. La volontà di Gibus di valorizzare l'identità e il valore dell'azienda *target* lavorando su un progetto industriale comune è stato uno degli elementi critici, assieme ad una strategia competitiva vincente nei confronti di un concorrente di dimensioni superiori, che ha spinto Leiner GmbH ad accettare la proposta di Gibus, vedendo nella società padovana un partner strategico, con il quale poter continuare a crescere e aggiun-

gere prodotti complementari all'attuale offerta di mercato.

## Conclusioni

È ormai indubbio che la crescita sia per linee interne che esterne attraverso operazioni di aggregazione aziendale, è una necessità imprescindibile per le imprese che intendano rimanere competitive su scala globale. Lo sviluppo dimensionale pone inevitabilmente alcune sfide manageriali in quanto non può prescindere da una crescita culturale dell'impresa, coerente con il nuovo assetto e i nuovi modelli di *business*.

Abbiamo esaminato quanto sia complesso un processo di M&A, quali possano essere le opportunità ma anche i rischi e le trappole nella gestione di un'operazione di acquisizione. È fondamentale adottare un approccio strategico, altamente proattivo e assolutamente disciplinato con rigore e metodo. Ed è un approccio trasversale e di squadra che vede protagonisti il vertice aziendale e la prima linea di management. In questo percorso di crescita culturale e manageriale, l'opzione dell'apertura al mercato dei capitali può rappresentare un tema di riflessione significativo per il sistema delle imprese; non è una strada obbligata, ma è certamente una strada che può generare nelle imprese maggiore consapevolezza, disciplina, organizzazione, metodo, tutte componenti indispensabili per definire e attuare una strategia di crescita con visione,

1. Spagna, F. (2021), *Mergers & Acquisitions: Profili strategici, finanziari, valutativi*, Castelvecchi, Roma.
2. Iosio, C., Gatto, F. e Renne, F. (2019), *Visione strategica e ruolo della finanza a supporto dei processi di M&A*. In De Toni, A.F. e Andrea Furlan, A. (a cura di), *Guidare le imprese sull'onda della complessità* (pp. 57-74), Marsilio, Venezia.
3. Massari, M. (1998), *Finanza aziendale: Valutazione*, McGraw-Hill, Milano.
4. Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F. e Sandri, S. (2020), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano.
5. Conca, V. (2021), *Le acquisizioni: Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea, Milano.
6. Bettini, A. e Marchetto, O. (2022), *Non smettere mai di sognare: Andrea Bettini incontra Oscar Marchetto*, Franco Angeli, Milano.

# Finanziare la crescita esterna

## Crescita esterna e disponibilità di risorse finanziarie

La crescita per linee esterne, ossia attraverso l'acquisizione di complessi aziendali in funzionamento (M&A), è soltanto una delle strade percorribili per l'implementazione del piano aziendale rivolto alla creazione di valore. Diverse sono le alternative alle operazioni di M&A potenzialmente praticabili, dalla crescita per linee interne alla stipulazione di alleanze e di accordi di collaborazione, e la scelta tra di esse risente di diversi fattori, quali: il desiderio di esercitare un controllo più a meno stretto sull'azienda *target*; la propensione al rischio della parte acquirente; la gamma di opportunità presenti nel momento in cui viene decisa la strategia di crescita.

La crescita per linee esterne viene spesso preferita per l'indubbio vantaggio atteso di accelerare i tempi della crescita stessa rispetto all'ipotesi di agire per linee interne ed anche per la volontà di accrescere la capacità di presidio del processo di integrazione tra acquirente e acquisita. Per contro, essa comporta necessariamente più impegnativi esborsi finanziari, posto che il prezzo di

**Finanziare correttamente le operazioni di M&A richiede una capacità di costruire soluzioni sartoriali muovendosi per tempo, anche utilizzando le crescenti opportunità che il mercato finanziario può offrire, al fine di poter disporre in tempi rapidi delle risorse necessarie per cogliere le opportunità di crescita. Valutare l'opzione dell'ingresso di terzi nella compagine sociale piuttosto che saper strutturare il debito senza accrescere il rischio d'impresa, costituiscono ulteriori temi da valutare nei processi di M&A financing.**

acquisizione comprenderà non soltanto il valore degli *asset* fisici presenti nell'azienda *target*, ma anche un valore di avviamento e, inoltre, l'esborso deve di norma avvenire in unica soluzione alla data di perfezionamento dell'operazione (c.d. *closing*).

Avviare un progetto di acquisizione richiede pertanto la disponibilità di adeguate risorse finanziarie, già presenti in capo all'acquirente o da esso mobilizzabili in tempi brevi all'occorrenza per effetto del potere di raccolta in essere. È importante che queste condizioni siano attentamente valutate e predisposte fin dalle prime fasi di progettazione dell'operazione, al fine di:

1. Evitare il verificarsi di *deal breakers*.

La parte venditrice tende ovviamente a cautelarsi di fronte al rischio di insolvenza della parte acquirente; è quindi frequente che richieda alla parte acquirente adeguata evidenza della capacità finanziaria di realizzare l'operazione e/o dei tempi previsti per acquisire la disponibilità delle risorse necessarie. Il mancato rispetto dei tempi e delle evidenze previste può costituire per la parte venditrice giustificato motivo di uscita dal *deal*, interrompendo la trattativa in qualsiasi momento e senza penali;

2. Accorciare i tempi tra il *signing* ed il *closing*.

Quand'anche sia stato raggiunto e siglato l'accordo tra le parti (c.d. *signing*), i tempi tecnici per ottenere la disponibilità delle risorse finanziarie possono ritardare la data del *closing* e quindi l'effettivo passaggio dell'azienda *target* nelle mani della nuova proprietà. Ne risultano parimenti ritardati i tempi per avviare i previsti efficientamenti e realizzare le sinergie attese. L'impatto può essere particolarmente rilevante laddove si tratti di attività altamente stagionali sicché un ritardo anche di poche settimane può seriamente condizionare il risultato di un'intera

stagione.

## Le specificità dell'investimento in una combinazione aziendale

Nel predisporre le risorse finanziarie richieste per dar corso all'operazione in programma non bisogna dimenticare le specificità di un tale investimento, ben diverso dal semplice investimento in un macchinario o in una nuova linea produttiva. Si tratta infatti di pervenire alla combinazione di differenti complessi aziendali (acquirente e target) con finalità strategiche destinate a permanere nel tempo; ne risulta uno sforzo impegnativo con tempi non brevi e rischi non trascurabili, entrambe condizioni da tenere ben presenti nello strutturare finanziariamente l'operazione.

Concettualmente un'operazione di M&A crea valore se:

$$E_{(A+B)} > P_{(B)}$$

dove:

$E_{(A+B)}$  = valore complessivo dell'equity di A (acquirente) e di B (target) post acquisizione;

$P_{(B)}$  = prezzo pagato per l'acquisizione dell'azienda target.

A sua volta:

$$E_{(A+B)} = E_{(A)} + E_{(B)} + V_{\sin}$$

dove:

$E_{(A)}$  = valore dell'equity di A stand alone (ante acquisizione)

$E_{(B)}$  = valore dell'equity di B stand alone (ante acquisizione)

$V_{\sin}$  = valore delle sinergie destinate ad emergere per effetto della acquisizione.

Le sinergie, cui la creazione di valore è dunque legata, possono avere varia origine e venire così classificate<sup>2</sup>:

1. Generiche: sono sinergie che si sviluppano a prescindere dal settore delle imprese e dalle parti coinvolte

(es. riduzione dei componenti del consiglio di amministrazione);

2. Endemiche: sono dipendenti dal settore dell'impresa, ad esempio perché vi è un'integrazione verticale (es. smantellamento di un reparto dell'impresa acquisita poiché già presente nell'impresa acquirente);
3. Specifiche: sono dipendenti dalle specifiche condizioni in cui si trovano le parti coinvolte (es. A si integra con B invece che con C perché con essa ottiene dei risparmi di costi per il trasporto dei beni);
4. Benefici privati: si tratta di sinergie che favoriscono alcuni dei soggetti coinvolti nell'operazione, in prevalenza chi acquisisce il controllo dell'impresa *target*, piuttosto che la pletora indistinta di investitori; esse possono emergere e rilevarsi nel caso di acquisizione non totalitaria qualora le sinergie vengano ad emergere in tutto o in parte in capo all'acquirente anziché in capo alla *target*.

I tempi necessari per ottenere e portare a regime dette sinergie sono ragionevolmente brevi nel caso di quelle generiche, le quali portano per altro ad una limitata creazione di valore, mentre richiedono tempi decisamente più lunghi nel caso delle sinergie di maggiore impatto potenziale, tipicamente quelle endemiche e quelle specifiche, le quali comportano tempi di attuazione non sempre prefigurabili ex-ante e di norma compresi tra 1 e 3 anni. Si tratta dei tempi richiesti per superare le esistenti differenze culturali e organizzative, per uniformare i processi operativi ed i supporti IT, per completare i quadri manageriali e dare loro la giusta motivazione.

All'incertezza sui tempi per l'estrazione delle sinergie si può poi andare a sommare l'incertezza sulla effettiva portata delle sinergie realizzabili. Per quanto attenta possa essere stata l'attività di *due diligence*, non si possono infatti



escludere eventuali dissinergie, quale la cannibalizzazione tra prodotti, nonché fenomeni esterni avversi, come il peggioramento del clima economico generale o la reazione di concorrenti alla ricerca di barriere protettive.

L'attenta analisi dei tempi e dei rischi della combinazione aziendale deve guidare le scelte di finanziamento dell'operazione, per le quali vanno privilegiate forme di capitale "paziente" in misura crescente al crescere della rilevanza dell'operazione. Il capitale "paziente" è quello che non ha attese di remunerazione corrente nel breve termine, né prevede il rientro del capitale stesso in tempi rapidi. Il requisito della "pazienza" dipende sia dalle forme giuridiche della raccolta, posto che il capitale proprio (*equity*) è per definizione più paziente di quello di debito, sia dalle preferenze individuali dei diversi investitori all'interno delle diverse forme giuridiche, con possibili pattuizioni contrattuali che ne regolano i rapporti nel caso dell'*equity* e, nel caso del debito, con strutture dei contratti cucite su misura rispetto alle specificità dell'operazione, così da rendere l'indebitamento sicuramente sostenibile. Si tratta quindi di individuare le forme tecniche preferibili e di selezionare le controparti adeguate.

## Un percorso di scelta per l'M&A financing

Disegnare un percorso logico di scelta a valenza universale è cosa assai difficile anche per l'inevitabile influsso che le propensioni/avversioni individuali inevitabilmente esercitano sulle decisioni, insieme con le condizioni economiche e finanziarie in cui versano tanto l'acquirente quanto l'azienda *target*.

In verità, la cosa può risultare alquanto semplice nel caso in cui la acquirente già disponga delle risorse necessarie per effettuare l'acquisizione, mentre più articolate sono le implicazioni che devono essere considerate nel caso in cui si debba provvedere al reperimento delle risorse stesse.

Nel primo caso, infatti, l'acquirente deve semplicemente decidere, a sua discrezione, se attivare la leva del debito o meno. Si tratta di una situazione ricorrente laddove la dimensione della *target* sia modesta rispetto a quella dell'acquirente ed anche nel caso in cui l'acquirente sia *cash generator* ed abbia accumulato utili non distribuiti negli esercizi recenti, oppure abbia da poco dismesso rami/partecipate non più strategici. In tale contesto la decisione di ricorrere al debito può essere sereneamente intrapresa al fine di genera-

re scudi fiscali, grazie alla deducibilità degli oneri finanziari, e contribuire per tale via a massimizzare il valore  $E_{(A+B)}$ . Le condizioni di mercato finanziario in essere possono ovviamente condizionare la convenienza della scelta, così come la situazione economico-finanziaria delle realtà aziendali coinvolte può impattare sulla decisione di posizionare il debito in capo all'acquirente piuttosto che in capo alla *target*<sup>3</sup>.

Nel secondo caso, ossia quando l'acquirente non dispone in partenza delle risorse finanziarie necessarie, pare opportuno muovere dalla stima della capacità di raccolta di nuovo capitale proprio per poi valutare se e come sfruttare anche la leva del debito. Ciò è chiaramente tanto più vero quanto maggiori sono le dimensioni (in valore) della *target* rispetto a quelle dell'acquirente. Qui il discorso diviene necessariamente più articolato (Figura 1).

Innanzitutto, verificare se la proprietà in essere della acquirente è in condizione di sottoscrivere e verre il necessario aumento di capitale. Se così è, si torna naturalmente verso una situazione analoga a quella sopra descritta con riguardo al caso in cui la acquirente già dispone delle risorse necessarie per effettuare l'acquisizione; se così non è, diviene necessario pensare all'ingresso di nuovi soci nella compagnia sociale.

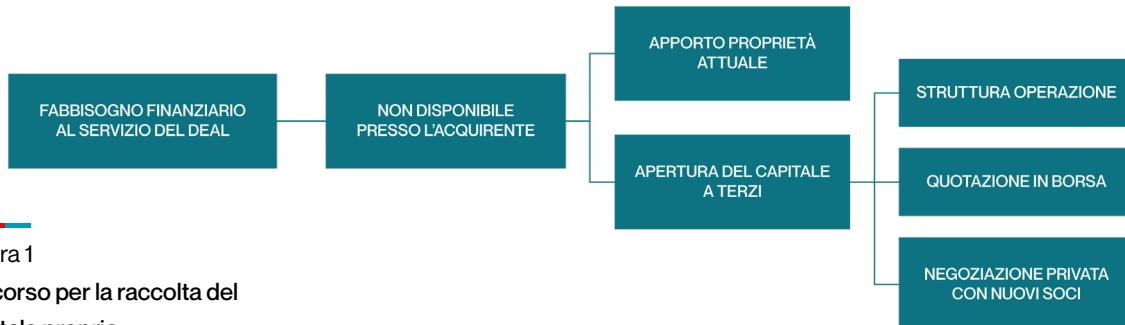


Figura 1

Percorso per la raccolta del capitale proprio.

Tre sono le principali strade a tal fine percorribili:

1. intervenire sulla forma tecnica attraverso cui perfezionare la combinazione aziendale;
2. accedere alla quotazione presso un mercato borsistico;
3. aprire il capitale a nuovi soci con negoziazione privata.

Le tre strade presentano tratti comuni, legati principalmente alla ripartizione del valore di acquisizione tra "vecchi" e "nuovi" soci ed anche ai potenziali problemi di *governance* che possono intervenire nella gestione del processo in presenza di una compagine proprietaria più numerosa e composita. Per altro, le tre strade si distinguono anche per profonde differenze che è necessario tenere in debita considerazione e che sono di seguito approfondate.

### Intervenire sulla forma tecnica attraverso cui perfezionare la combinazione aziendale

Prendere questa strada significa ridurre la quota del capitale della target acquisita oppure acquisire la totalità della target attraverso un'operazione di conferimento/fusione<sup>4</sup>. Per questa via la combinazione aziendale può essere perfezionata in tempi ragionevolmente brevi e con un esborso monetario anche nullo, a costo, per altro, di dover poi convivere con le minoranze che compaiono: nella compagine proprietaria della target, se non se ne acquista la totalità del

capitale; nella compagine proprietaria della acquirente post incorporazione della target; nella compagine proprietaria del complesso aziendale risultante dalla eventuale fusione. Gli aspetti critici da considerare riguardano le possibili complicazioni nella *governance* del processo di integrazione, dettate dalla necessità di tutelare le minoranze, e la condivisione pro-quota del valore che la combinazione aziendale è destinata a creare. A quest'ultimo riguardo assumono importanza:

1. nel caso di partecipazione non totalitaria nella target, il confronto fra il prezzo negoziato per la quota di partecipazione ed il posizionamento delle sinergie attese. Soltanto quelle che emergono in capo alla target andranno pro-quota anche a beneficio delle minoranze, mentre quelle che emergono in capo all'acquirente andranno integralmente a beneficio suo e della sua proprietà, indipendentemente dalla quota posseduta della target;
2. nel caso di acquisizione totalitaria della target attraverso un'operazione di conferimento/fusione il rapporto di concambio<sup>5</sup> concordato tra le parti per l'impatto che esso determina sull'allocazione del valore che la combinazione è destinata a creare. Infatti, se tale rapporto non fosse perfettamente proporzionale al valore *stand alone* dell'*equity* delle due controparti ( $E_{(A)}$  e  $E_{(B)}$ ) la ripartizione del valore delle sinergie tra maggioranza e minoranza potrebbe risul-

tare non proporzionale al valore effettivamente apportato da ciascuna parte alla combinazione aziendale<sup>6</sup>.

Da ultimo, ma non meno importante, il percorso qui oggetto di attenzione è praticabile soltanto se incontra il desiderio della proprietà della target, non tanto desiderosa di uscire dal proprio investimento quanto piuttosto intenzionata a cogliere le opportunità di cresciuta offerte dalla combinazione aziendale.

### Accedere alla quotazione presso un mercato borsistico

Accedere alla quotazione presso un mercato borsistico è la seconda delle strade per accrescere la dotazione di capitale proprio. Funzionale all'ottenimento della quotazione è la diffusione dei titoli tra il pubblico da realizzare attraverso una offerta pubblica iniziale (IPO) tale da garantire la creazione di un adeguato flottante, ossia di una quantità di titoli azionari diffusi tra investitori marginali con finalità non strategiche, i quali, dando corso nel tempo ad operazioni di compravendita, porteranno volumi di scambio e consentiranno la formazione quotidiana del prezzo di borsa. Nella misura in cui l'IPO è realizzata con l'emissione di nuovi titoli azionari, con rinuncia al diritto di opzione da parte dei soci preesistenti, essa permette alla società emittente di accrescere le risorse finanziarie a disposizione per realizzare i progetti di crescita previsti dal piano in essere. Il processo per arrivare all'IPO e alla

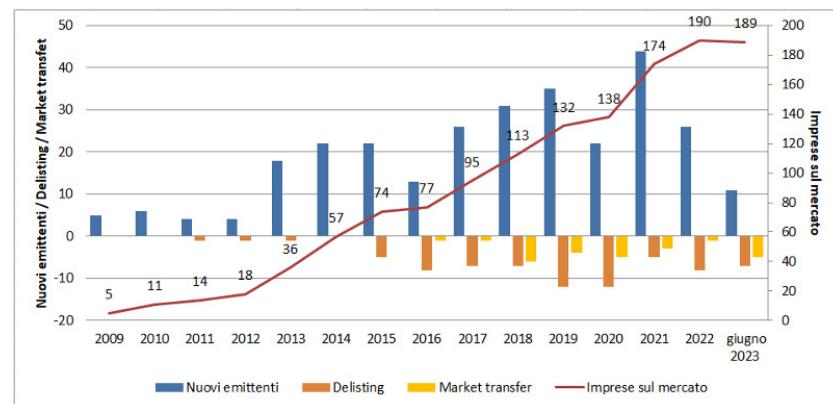
quotazione è alquanto complesso. Esso necessita come prerequisito di processi aziendali strutturati ed efficienti, capaci di generare e diffondere in piena trasparenza un'informazione tempestiva ed affidabile sull'andamento della gestione e sulle sue prospettive. Si tratta spesso di dar corso ad un vero e proprio salto culturale i cui tempi possono essere molto diversi a seconda della situazione di partenza<sup>7</sup>. Una volta in essere detto prerequisito, il percorso per l'IPO e la quotazione impegna un periodo di 4-6 mesi durante i quali si sussegue l'opera di diversi soggetti specializzati, quali il *global coordinator*, lo *sponsor*, lo *specialist*, l'*advisor* finanziario, gli studi legali e i membri del consorzio di collocamento<sup>8</sup>.

Nel caso delle imprese non grandi, particolarmente interessante può dimostrarsi l'opportunità offerta dal segmento Euronext Growth di Borsa Italiana che ha portato alla quotazione di 261 società tra il 2009 e la prima metà del 2023 (Figura 2), con una raccolta media di risorse finanziarie in sede di IPO prossima a 10 milioni di Euro.

Va per altro osservato che l'ipotesi di quotazione porta ulteriori potenziali vantaggi rispetto alla scelta precedente, trattandosi dell'apertura di un canale di raccolta nuovo e permanente, non già di una operazione una *tantum*. Inoltre, tale canale è potenzialmente assai capiente ancorché non privo di costi per le *fees annue* che comporta stare sul listino, per gli oneri informativi richiesti e per l'esigenza di attivare la figura dell'*investor relator*.

Per contro, la quotazione di società di piccola dimensione espone il titolo azionario al rischio di liquidità, posto che il basso controvalore del flottante rende il titolo poco interessante per i grandi operatori di mercato e offerte di acquisto/vendita anche di modesto importo possono faticare a trovare contropartite con l'effetto di determinare brusche

Figura 2  
Evoluzione numero emittenti nel mercato  
Euronext Growth Milan.



Fonte: elaborazioni di Serena Maccagnan su dati Borsa Italiana.

oscillazioni del prezzo<sup>9</sup>. In un siffatto contesto, si verifica talvolta che i prezzi vadano “alla deriva” rendendo molto onerose eventuali ulteriori operazioni di aumento di capitale.

## Aprire il capitale a nuovi soci con negoziazione privata

La terza delle strade qui trattate per accrescere la dotazione di capitale proprio sta nell'aprire il capitale a nuovi soci con negoziazione privata. Diverse sono le figure di attori che agiscono in tale ambito, da quelli più strutturati, tipicamente organizzati in società di *private equity* che operano per lo più attraverso l'attivazione e la gestione di fondi chiusi, a quelli più atipici, quali i *family office* e le forme aggregative sporadiche tipo *club deal*.

Si tratta di soluzioni molto cresciute anche in Italia negli ultimi dieci anni. Si pensi, ad esempio, che le operazioni di *private equity*, le uniche per cui vi siano statistiche attendibili, perfezionate in Italia tra il 2012 ed il 2021 sono quasi triplicate (+280%) con un patrimonio com-

plessivo in mano agli operatori italiani salito nello stesso periodo da 3 a 17 miliardi di Euro. Importante la presenza in Italia anche di operatori esteri con investimenti saliti dai 1,3 miliardi del 2012 a 11,1 miliardi nel 2021 (Fonte AIFI).

È a tutti gli effetti importante notare come questo segmento del mercato dei capitali sia sempre più globale con flussi di investimenti transfrontalieri ed anche transcontinentali assai importanti (Figura 3), che il nostro Paese riesce ad intercettare in misura meno che proporzionale rispetto alla sua rilevanza economica.

Sviluppare la capacità delle imprese italiane di entrare nel circuito del *private equity* risulta pertanto importante per aprire un canale di raccolta di risorse “pazienti” e disposte a sopportare rischi anche significativi, funzionali alla implementazione di strategie e piani di sviluppo sfidanti<sup>10</sup>.

Fatto parzialmente nuovo e rilevante per i temi qui oggetto di attenzione è che tutti gli operatori ricompresi in questo punto intervengono sempre più a sostegno di iniziative imprenditoriali in essere anche con quote di minoranza. Non bisogna però dimenticare che si tratta di capitale paziente “fino a un certo punto”; essi infatti mirano a realizz-



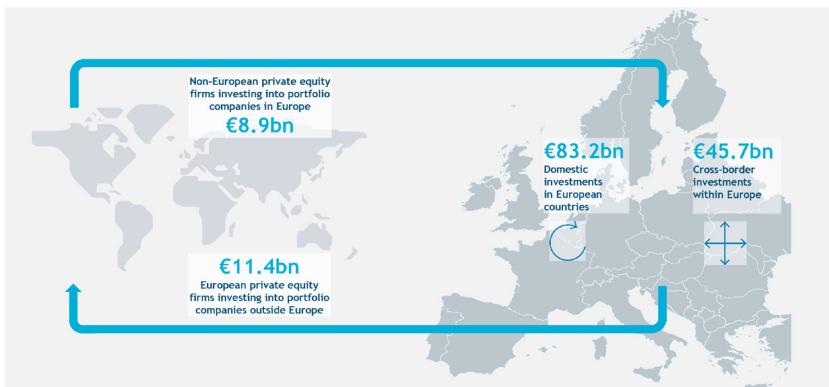


Figura 3

**Private equity: flussi di investimenti per area geografica 2021.**

Fonte: Invest Europe/EDC.

zare nel medio periodo un importante ritorno dell'investimento da monetizzare attraverso la dismissione della partecipazione a suo tempo acquisita (*c.d. exit*)<sup>11</sup>.

Nell'ottica dell'azienda acquirente, fondamentale è pertanto valutare l'opportunità di pattuire da subito alcune clausole per disciplinare il meccanismo di *exit*. In particolare, due sono le clausole ricorrenti con maggiore frequenza: quella di prelazione e le cosiddette *tag along* e *drag along*. La clausola di prelazione prevede che i soci originari dell'acquirente possano acquistare la quota detenuta dagli investitori private offrendo un prezzo almeno pari a quello dell'offerta avanzata da terzi agli stessi investitori, garantendosi in tal modo la possibilità di riprendere il controllo della totalità del capitale. La clausola *tag along* prevede che il socio di maggioranza intenzionato a trasferire le proprie quote a terzi debba garantire anche ai soci di minoranza la possibilità di vendere alle stesse condizioni, senza che per altro sia per loro obbligatorio vendere le quote. La clausola *drag along* prevede che il socio di maggioranza abbia il diritto di trascinare nella vendita anche il socio di minoranza, così di fatto chiamato a vendere le proprie quote alle stesse condizioni del socio di maggioranza<sup>12</sup>.

## Il contributo del debito finanziario

Il debito può essere un utile complemento al capitale di rischio per arrivare a dotare l'acquirente delle risorse complessivamente necessarie per dare corso alla combinazione aziendale. Se adeguatamente strutturato per dimensione, l'indebitamento può infatti contribuire a ridurre il costo medio ponderato del capitale, grazie al risparmio fiscale indotto dalla deducibilità degli oneri finanziari, e, quindi, ad accrescere il valore del complesso aziendale e quello dell'*equity*. Perché ciò avvenga è bene che il rischio di insolvenza resti contenuto (di fronte a probabilità di insolvenza significative emergerebbero i cosiddetti costi di insolvenza, capaci di contenere o addirittura vanificare i vantaggi dell'indebitamento sopra ricordati), il che significa:

1. secondo un indicatore di prima istanza classico del mondo della finanza, mantenere il rapporto tra posizione finanziaria netta (PFN) ed Ebitda preferibilmente inferiore a 3 e, comunque, mai superiore a 4;
2. secondo una più precisa misura analitica, prevedere un Debt Service Coverage Ratio (DSCR, misurato dal rapporto tra i flussi di cassa operativi prospettici ed i flussi di cassa in uscita al servizio del debito, ossia

oneri finanziari e rimborso del capitale) ampiamente superiore a 1 durante tutto il periodo di vita del debito anche nello scenario più sfavorevole. Questa verifica è anche utile per verificare l'effettiva capacità di rispettare i *covenant* finanziari da inserire nel contratto di debito.

Strutturare il debito in più tranches può aiutare a contenere il rischio di insolvenza, abbassando il DSCR a parità di PFN piuttosto che stabilizzando il DSCR anche in presenza di maggiori PFN. Così, ad esempio, combinando una tranne di debito a medio lungo termine *amortizing* con una *tranche bullet* si allontana nel tempo una parte del flusso di cassa in uscita per il rimborso del debito, con l'effetto di accrescere la sostenibilità del debito stesso anche nello scenario più sfavorevole<sup>13</sup>.

Nel contempo, ulteriore ricorrente situazione di strutturazione del debito, laddove il piano aziendale preveda anche la dismissione di *asset* (immobili, partecipazioni, rami di azienda) può essere utile prevedere una ulteriore tranne di debito, di norma zero *coupon*<sup>14</sup>, con una scadenza più breve, nell'ordine di 18-24 mesi. Per tale via si riesce a gestire la dismissione senza i sacrifici di prezzo che la ricerca di un immediato realizzo spesso impone e si possono ottenere condizioni contrattuali interessanti vincolando il netto ricavo della dismissione al rimborso della specifica

tranche di debito.

Una importante opportunità di indebitamento per le imprese non grandi è data dalla possibilità di emettere *Minibond*, opportunità nata nel 2012 per effetto del D.L. 83/2012 "Sviluppo" e del D.L. 179/2012 "Sviluppo-bis", in quanto:

1. sono stati eliminati i limiti massimi quantitativi previsti dall'art. 2412 del Codice Civile alla emissione di obbligazioni;
2. è stata estesa alle società non quotate la deducibilità degli interessi passivi, per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione e sottoscritti da investitori qualificati che non detengano più del 2% del capitale azionario;
3. è stata prevista la deducibilità dei costi di emissione per le società non quotate;
4. è stata disposta la esenzione della ritenuta alla fonte sui proventi per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione di Stati membri dell'UE o Paesi in "White List".

I *Minibond* possono essere sottoscritti soltanto da operatori professionali, ma è prossima una deregolamentazione, possono essere a scadenza unica finale (*bullet*) o prevedere rate periodiche di

rimborso (*amortizing*). La loro durata media si è assestata intorno ai 5,5 anni. Si è così aperto un canale di raccolta importante che ha visto perfezionare in dieci anni oltre 1200 emissioni di importo unitario inferiore a 50 milioni di Euro (Figura 4), per una raccolta complessiva di 8,07 miliardi di Euro, dei quali 2,85 miliardi da parte di emittenti appartenenti alla classe delle PMI secondo la definizione dell'EU (Figura 5). Si tratta dunque di una importante opportunità per raccogliere le risorse necessarie a sostenere percorsi di crescita.

All'interno della categoria meritano poi particolare menzione le forme aggregate, c.d. *Basket Bond*. Si tratta di operazioni di emissioni coordinate da parte di più imprese, anche di piccole dimensioni, che vengono accorpate attraverso un processo di cartolarizzazione, così da raggiungere una massa critica tale da renderle interessanti per i grandi investitori istituzionali. I *Basket Bond* sono spesso focalizzati su specifiche finalità, oppure settori di attività, oppure ancora aree geografiche. Frequentemente è la possibilità di godere di garanzie accessorie fornite da soggetti terzi, quale SACE o la Regione promotrice, il che contribu-

isce non soltanto alla facilità di collocamento dei *bond*, ma anche a contenere il tasso di interesse da promettere al mercato.

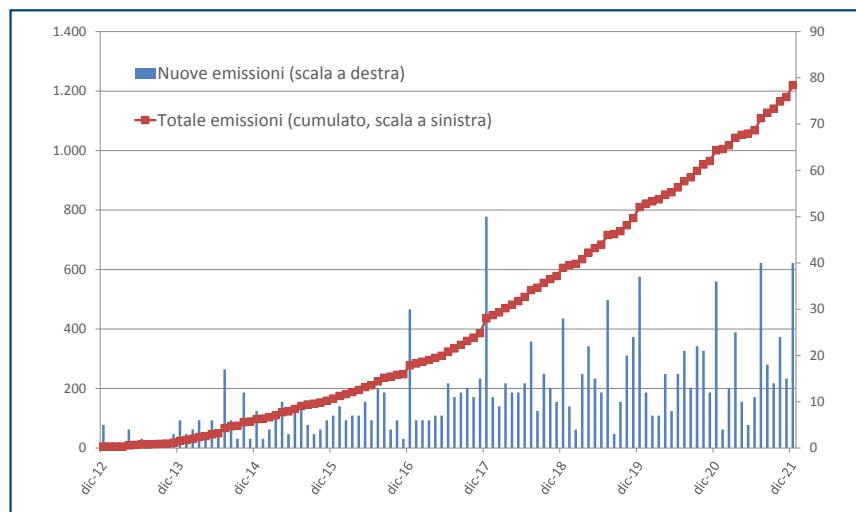
## Conclusioni

Queste note si proponevano di fissare i punti chiave relativi alle problematiche di finanziamento delle operazioni di crescita attraverso combinazioni aziendali. Pur nella difficoltà di generalizzare criteri e percorsi di scelta relativi ad operazioni straordinarie, e pertanto necessariamente specifiche del singolo caso, le considerazioni svolte hanno permesso di stressare l'importanza di:

- muoversi "per tempo" sfruttando le crescenti opportunità che il mercato finanziario e del capitale offre, così da preconstituire la capacità di disporre all'occorrenza in tempi rapidi delle risorse necessarie per cogliere le opportunità di crescita che si possono presentare. È questo del resto un tratto tipico della finanza d'impresa, per definizione proiettata al futuro, ossia tesa ad anticipare i fabbisogni derivanti dalle scelte strategiche dell'impresa al fine di renderle concreteamente praticabili;
- aprire all'ingresso di terzi nella compagnie sociali. Si tratta di un salto culturale che richiede di superare la visione puramente contabile delle performance aziendali assimilando i principi dell'approccio al valore: meglio condividere un valore di ordine superiore che essere monopolisti di un valore modesto;
- saper strutturare il debito per cogliere le potenzialità di creazione addizionale di valore che esso può comportare, senza accrescere il rischio di compromettere la continuità d'impresa grazie ai tratti "sartoriali" delle soluzioni adottate.

Figura 4

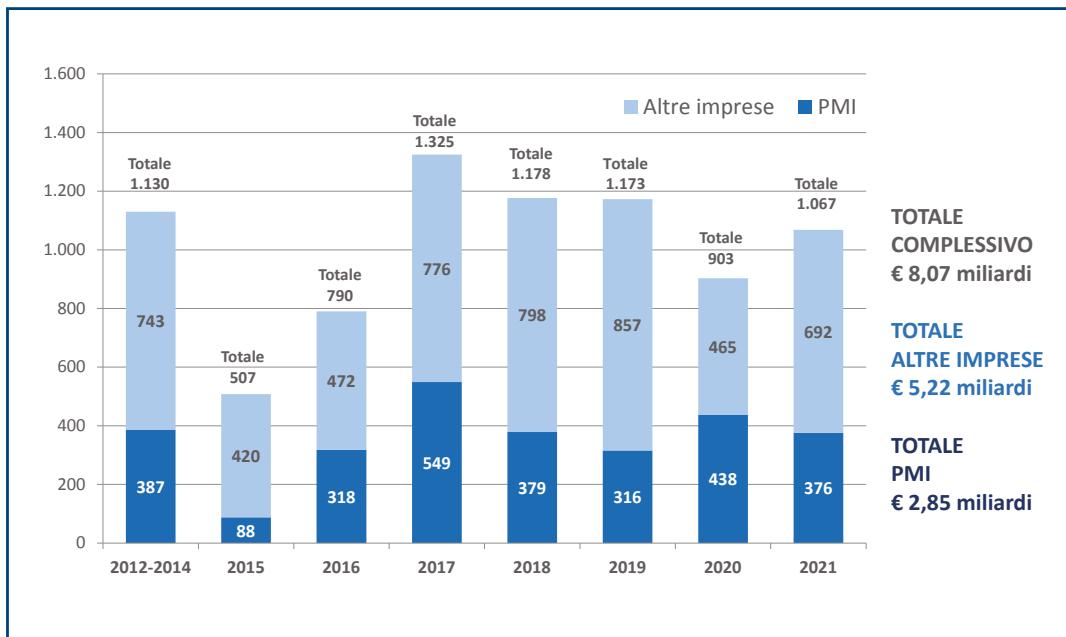
Minibond: emissioni periodiche e cumulate.



Fonte: Politecnico di Milano, 8° Report Italiano sui Minibond, marzo 2022.

Figura 5

Minibond: risorse raccolte per categoria dimensionale degli emittenti.



Fonte: Politecnico di Milano, 8° Report Italiano sui Minibond, marzo 2022.

1.  $E_{(A-B)}$  è anche detto "valore di acquisizione". Al riguardo: Massari, M., Villani, M. e Zanetti, L. (2022), *Valutazione*, Egea, Milano.
2. Al riguardo: Beltrame, F., Bertinetti, G.S. e Scipì, A. (2021), *Analisi e valutazione finanziaria d'impresa*, Giappichelli Editore, Torino.
3. Diverse sono le soluzioni per posizionare il debito in capo alla target, ad esempio dando vita alla forma classico di leverage by out (LBO), con la creazione della Newco che negozia il debito, realizza l'acquisizione e successivamente incorpora la target, oppure negoziando un finanziamento ponte in capo all'acquirente, che una volta perfezionata l'operazione viene sostituito da un debito a medio termine in capo alla target.
4. Sono ovviamente possibili anche soluzioni intermedie con l'acquisto diretto di una quota della target e la successiva operazione di conferimento/fusione.
5. "Il concambio rappresenta il numero di azioni o quote della società derivante da un'operazione di fusione, che i soci di una società che si estingue, a seguito della fusione stessa, ricevono in cambio della loro partecipazione originaria" (Glossario Finanziario di Borsa Italiana).
6. Prezzo e valore sono concetti differenti che non necessariamente coincidono nei mercati non perfetti ed incompleti dove lo spessore di domanda e offerta può essere sottile, le competenze e i vettori di rendimento non sono sempre replicabili e sono presenti costi di transazione.
7. Un importante aiuto al riguardo viene dal programma ELITE promosso da Borsa Italiana in collaborazione con Confindustria fin dal 2012 proprio con "l'obiettivo di preparare le aziende alla crescita, renderle più competitive dando loro accesso a un network selezionato di investitori e operatori, che consentano di trasformare le ambizioni in concrete opportunità di business, affiancando contemporaneamente il management in un percorso di cambiamento culturale e organizzativo". A settembre 2023 la community di ELITE delle società ad alto potenziale di crescita conta 442 aziende con ricavi aggregati superiori a 37 miliardi di Euro. Nel complesso dalla sua nascita ELITE ha completato oltre 1120 operazioni di corporate finance, per un valore di circa 13 miliardi (<https://www.elitenetwork.com/it>, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/news/eventi/elite.htm>).
8. Una via alternativa per creare il requisito del flottante ed arrivare alla quotazione passa attraverso l'opera di una *Special Porpouse Acquisition Company* (SPAC), forma che ha trovato diverse applicazioni anche in Italia negli anni recenti, con alterne fortune (31 operazioni completate tra il 2011 e il 2021, dopo i picchi degli anni 2017 e 2018 quando sono state perfezionati in Italia rispettivamente 10 e 8 progetti SPAC con una raccolta complessiva che ha superato il miliardo di Euro all'anno).
9. Il turnover annuo medio delle azioni quotate all'Euronext Growth risultato pari al 18% nel periodo 2018-2022, con elevate discontinuità.
10. Anche in questo caso il progetto ELITE svolge un importante ruolo di preparazione e di collegamento.
11. A titolo meramente indicativo, si consideri che il tasso interno di rendimento (TIR) utilizzato da questi operatori in sede di selezione degli impieghi difficilmente scende al di sotto del 20%.
12. Anche alcune finanziarie regionali intervengono talvolta come fornitrice di capitale private. In tal caso, esse possono definire in partenza il corrispettivo per l'*exit* in prelazione, il quale può anche essere quantificato come l'importo del capitale inizialmente versato montato ad un tasso prestabilito, risultando di fatto strutturalmente simile ad un finanziamento zero coupon.
13. I finanziamenti *amortizing* prevedono flussi in uscita periodici comprensivi sia della quota interessi sia di una quota capitale; quelli *bullet* prevedono il pagamento periodico dei soli oneri finanziari ed il rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza finale del prestito.
14. Un finanziamento zero coupon non prevede alcuna cedola periodica prima della scadenza finale del contratto. L'importo monetario fisicamente erogato dal finanziatore è di conseguenza pari al valore del pagamento previsto alla scadenza scontato ad un tasso espressivo del costo dell'indebitamento.



# M&A: i percorsi di crescita delle imprese italiane

**L'M&A a livello mondiale, dal 2000 ad oggi, evidenzia un trend evolutivo molto chiaro, passando da un mercato caratterizzato da pochi grandi *player* industriali ad un mercato, quello attuale, dove operano investitori strategici e finanziari di varie dimensioni e specializzazione e dove anche le PMI manifestano un interesse crescente sulle opportunità della crescita per linee esterne.**

## Le principali dinamiche del mercato M&A dal 2000 ad oggi

La fine del secolo scorso e l'inizio del XXI si caratterizzano per un mercato M&A straordinario, trainato dall'euforia sui mercati dei capitali per tutte quelle neocostituite aziende, ma anche quelle già affermate, che cercano di spingersi sulla nuova frontiera del *Word Wide Web*, nato ufficialmente qualche anno prima, agli inizi degli anni '90. Una vera rivoluzione industriale a cui nessun imprenditore e *manager* sembra voler rinunciare.

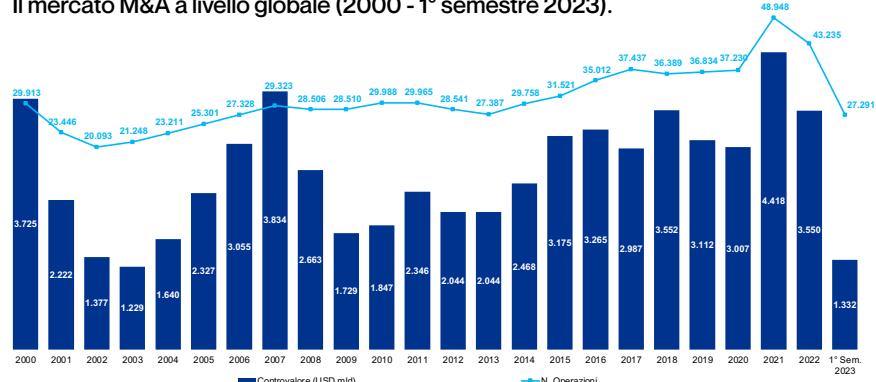
Le quotazioni di borsa di molte aziende, in particolare le neonate Dot.com o quelle che cercano di sfruttare al massimo le potenzialità di Internet, appaiono, ben presto, completamente slegate dai cosiddetti fondamentali aziendali. Siamo in piena euforia, la finanza si slega dall'economia reale e come sempre, quando ciò avviene, si crea sui mercati una nuova bolla nelle valutazioni (Dot.com bubble), il cui successivo "scoppio" rimarrà impresso nella memoria.

Al picco della bolla, il 10 marzo 2000, l'indice di Borsa americano NASDAQ Composite segna il massimo storico a 5.132 punti. Il mercato M&A a livello globale, nel 2000, tocca USD 3.725 miliardi di controvalore con quasi 30 mila operazioni concluse, valori e numeri mai registrati prima. Da lì a breve, con lo scoppio della bolla, i mercati crolleranno; due anni dopo il mercato M&A a livello globale segna un controvalore di USD 1.377 miliardi per circa 23 mila operazioni. L'indice NASDAQ a fine 2002 si trova a 1.345 punti, con un calo di oltre il 70% dal dato di marzo 2000. Anche peggio si chiuderà il 2003, per il mercato M&A a livello globale, con un controvalore di USD 1.228 miliardi e poco più di 20 mila operazioni concluse.

A questa partenza di secolo tumultuosa, seguiranno altri venti anni di alti e bassi, con altre due profonde crisi, quella del 2008, che verrà ricordata, fra l'altro per il fallimento della storica banca di investimento americana *Lehman Brothers* ed il salvataggio di diverse altre istituzioni finanziarie, quali la blasonata *Merrill Lynch*, entrambe fortemente esposte sul segmento dei mutui *sub-prime* sul mercato immobiliare americano, ovvero prestiti erogati a clientela privata che da lì a poco non sarebbe stata in grado di ripagare capitale ed interessi. Una crisi che, in Europa, porterà successivamente anche a tensioni sui mercati del debito sovrano per diversi paesi, in particolare per quelli ritenuti più fragili per l'alto livello di indebitamento pubblico, come Italia, Irlanda, Spagna, Portogallo e Grecia. Dopo una lenta ma progressiva ripresa, il mercato M&A a livello globale macinerà record su record, con controvalori annuali costantemente sopra USD 3 mila miliardi e volumi costantemente in crescita fino al 2020, anno della crisi pandemica da Covid-19 e delle restrizioni imposte dai Governi a tutela della salute pubblica, che caratterizzeranno

Figura 1

Il mercato M&A a livello globale (2000 - 1° semestre 2023).



Fonte: elaborazioni KPMG Corporate Finance su dati Refinitiv.

anche i due anni successivi.

Nelle prossime sezioni cercheremo di individuare i principali *driver* di questo mercato che nel corso del secolo scorso era per lo più legato a grandi operatori industriali, spesso multinazionali. Un mercato M&A dominato da pochi grandi *player*, spesso *leader* sui mercati regolamentati, e con pochi competitor a livello nazionale. Erano operazioni straordinarie concluse da "pochi e grandi", con un limitato numero di banche di investimento globali che svolgevano la parte del leone in qualità di *advisor* e di finanziatori delle principali transazioni. Nel corso di questi oltre vent'anni, il mercato è totalmente cambiato, si è evoluto e sviluppato. Potremmo dire che il mercato si è "democratizzato", nuovi operatori sono diventati protagonisti indiscussi, come gli operatori di *private equity*, e più in generale si sono affermati gli operatori di *private capital*.

Il numero di consulenti finanziari, strategici e legali dedicati all'M&A, a disposizione e supporto degli operatori e di imprenditori e *manager* è esplosivo, le banche regionali e spesso locali partecipano nel finanziamento delle operazioni di M&A e, cosa ancor più imprevedibile, le piccole, medie e medio-grandi aziende, e non solo le aziende *leader* e le multinazionali, si sono attrezzate per fare M&A.

La leva dell'M&A è diventata parte integrante della strategia aziendale di quasi tutte le piccole-medie aziende, oltre che delle grandi, ed uno strumento imprescindibile per supportare ed accelerare i percorsi di crescita aziendale.

## Il mercato M&A mondiale

Dal 2000 ad oggi, il mercato globale delle fusioni e acquisizioni ha vissuto un'evoluzione significativa, caratterizzata da periodi di crescita sostenuta, interrotti da crisi finanziarie e cambiamenti economici e geopolitici (Figura 1). Un *business* ciclico, il cui andamento è fortemente influenzato non solo dai dati macroeconomici, ma anche dall'evoluzione del contesto normativo, tecnologico e sociale.

Gli anni 2000 prendono avvio con un mercato delle fusioni e acquisizioni ai massimi storici, con controvalori per oltre USD 3.700 miliardi e poco meno di 30 mila operazioni, sulla spinta di otto anni di crescita consecutiva. Un risultato conseguito grazie ad un'attività M&A che, negli anni '90, è stata alimentata in tutte le aree geografiche da fattori quali la globalizzazione (alla base di operazioni *cross border*), la deregolamentazione (in particolare nel settore delle te-

**Dal 2000 ad oggi,  
il mercato mondiale  
dell'M&A ha vissuto  
un'evoluzione  
significativa,  
con fasi di crescita  
sostenuta e fasi  
di rallentamento  
legate soprattutto  
alle crisi finanziarie  
e geopolitiche. Un  
business ciclico  
influenzato  
dagli scenari  
macroeconomici del  
contesto normativo,  
tecnologico e sociale.**

lecomunicazioni e media) ed i processi di privatizzazione avviati in diversi paesi, nonché la ricerca di crescenti quote di mercato, il contenimento dei costi ed i fenomeni di consolidamento che stanno trasformando alcuni settori chiave, quali il chimico-farmaceutico, il bancario e le telecomunicazioni, alimentando in molti casi una vera e propria "febbre da fusioni".

L'introduzione della moneta unica il 1° gennaio del 1999 e l'aggregazione di 11 paesi europei in un unico mercato trasformano il contesto di riferimento. Il focus dell'attività M&A si sposta progressivamente dagli Stati Uniti verso l'Europa, l'area di maggiore crescita, tanto che proprio nel 1999 il volume di transazioni completate nel Vecchio Continente supera per la prima volta quello realizzato oltreoceano. Nell'anno 2000, l'M&A è un fenomeno globale.

Nel triennio successivo, il rallentamento dell'economia mondiale, aggravato dall'incertezza e dalle turbolenze dei mercati finanziari conseguenti agli at-

tentati dell'11 settembre 2001, oltre che al *crack* di Enron (una delle più grandi multinazionali statunitensi nel comparto dell'energia), condizionano il mercato M&A, che subisce una considerevole contrazione, attestandosi nel 2003 a soli USD 1.229 miliardi (un terzo del valore raggiunto nel 2000) ed oltre 21.200 operazioni complete.

Il 2004 segna l'anno della svolta, con un nuovo periodo di espansione dell'attività M&A che raggiunge il suo apice nel 2007, quando si registra il nuovo massimo storico di oltre USD 3.800 miliardi di controvalore e circa 29.300 operazioni (non lontano dai volumi record del 2000).

Lo stimolo alla crescita del mercato di quegli anni è offerto dal nuovo slancio dell'attività economica mondiale, spinta dalla ripresa statunitense e dal forte contributo proveniente dalle economie emergenti, in particolare dai BRIC (Brasile, Federazione Russa, India e Cina). Il 2006 è l'anno di consacrazione dei BRIC nel panorama M&A globale. Pur rappresentando solo il 5% del controvalore dell'attività M&A (USD 161 miliardi), le transazioni realizzate da questi Paesi, costantemente cresciute a partire dagli anni '90, dal 2005 registrano una vera e propria accelerazione, favorite dalla grande disponibilità di fondi e dal sostegno spesso fornito dai rispettivi Governi centrali.

L'attività M&A di quegli anni è inoltre favorita dalla ripresa delle operazioni transfrontaliere, che nel 2007 raggiungono il nuovo massimo storico in termini di controvalore (il record precedente risaliva al 2000), giungendo a generare quasi il 50% del valore ed il 40% dei volumi realizzati dall'intero mercato globale.

In questo stesso periodo, i fondi sovrani fanno la loro comparsa sulla scena finanziaria mondiale, divenendo nuovi e rilevanti investitori. Si tratta di fondi di investimento governativi, capitalizzati

con parte delle riserve valutarie delle Banche Centrali, le cui fonti di finanziamento possono essere ricercate nei surplus di bilancio generati da molteplici fattori (entrate provenienti dalle esportazioni, contenimento dei costi, risparmi pubblici generati a livello domestico, ad esempio in seguito a privatizzazioni, ecc.). Il controvalore delle operazioni M&A completate dai fondi sovrani raggiunge nel 2007 circa USD 70 miliardi, con un incremento del 58% rispetto al 2006 (+315% rispetto al dato del 2005, addirittura +1.146% sul 2003).

Le favorevoli condizioni del contesto di riferimento favoriscono in quegli anni l'ulteriore sviluppo dell'operatività degli investitori finanziari (i cosiddetti *financial sponsor*), ed in particolare dei fondi di *private equity*, che diventano tra i principali artefici della crescita del mercato globale delle fusioni ed acquisizioni. Grazie alle notevoli risorse finanziarie raccolte ed ai bassi tassi di interesse, nel 2007 le transazioni complete dai *financial sponsor* raggiungono il record di USD 1.077 miliardi e 5.234 *deal*, pari al 28% del controvalore ed al 18% dei volumi complessivamente realizzati a livello mondiale. Negli anni successivi (ad eccezione del triennio 2008-2010) l'attività dei *financial sponsor* cresce ininterrottamente, specie in termini di volumi, segnando nel 2021 il nuovo massimo storico di circa 21.400 transazioni complete e USD 1.900 miliardi, pari ad oltre il 40% sia dei volumi che dei controvalori complessivamente realizzati.

Lindebolimento del mercato immobiliare statunitense a partire dalla seconda metà del 2006 ed il crollo, nel febbraio-marzo dell'anno successivo, del comparto dei mutui *sub-prime* (mutui ad alto rischio, erogati a clienti che in condizioni normali non avrebbero ottenuto credito poiché non in grado di fornire sufficienti garanzie), segnano l'avvio di una crisi finanziaria senza precedenti,



che si trasmette ben presto all'economia reale a livello globale. Le autorità centrali avviano interventi sia a sostegno dell'economia sia al ripristino della solidità/liquidità dei sistemi finanziari e bancari, per ridurre il più possibile gli effetti della più grave crisi economica e finanziaria mai sperimentata dopo quella del 1929. Nel 2008, la recessione mondiale innescata dalla crisi dei mutui sub-prime determina una battuta d'arresto del mercato mondiale M&A.

Durante questa difficile fase, gli interventi governativi a sostegno di diversi settori dell'economia divengono più frequenti ed incisivi soprattutto nel sistema finanziario, traducendosi in molti casi in operazioni M&A di salvataggio di diversi istituti di credito nazionali, tanto da rappresentare nel 2008 circa il 14% del valore del mercato M&A a livello globale.

Dopo un 2009 di stallo e di investimenti ridotti, nel 2010 il mercato M&A mostra i primi segnali di ripresa: tutte le aree geografiche registrano un incremento sia dei volumi che del controvalore. I BRIC, usciti sostanzialmente inden-

ni dalla crisi e spinti da robusti tassi di crescita, sono i veri e propri *driver* dell'M&A globale, soprattutto in chiave *cross border*. Anche i fondi sovrani e le società di emanazione governativa tornano ad essere protagonisti sul mercato mondiale M&A e tali si manterranno anche negli anni seguenti.

Il dissesto dei conti pubblici della Grecia, reso noto nell'ottobre 2009, segna il passaggio ad una nuova fase della crisi, quella dei debiti sovrani, interrompendo una già incerta ripresa. La crisi ha epicentro nei paesi periferici dell'Eurozona (Portogallo, Irlanda e Grecia), per poi estendersi nel corso del 2011 a Spagna e Italia. Le tensioni sui debiti sovrani di questi Paesi si riflettono immediatamente su tutti i principali mercati finanziari, determinando perdite di ampie dimensioni.

La Banca Centrale Europea interviene a più riprese al fine di aiutare gli Stati membri in difficoltà. Nel marzo del 2015 (circa sei anni dopo l'avvio di un programma analogo da parte della Federal Reserve degli Stati Uniti), la BCE avvia un programma di *quantitative easing*,

che prosegue ininterrottamente fino alla fine del 2018, con un investimento di circa € 250 miliardi per l'acquisto di titoli europei, per poi riprendere nel 2020 a seguito dell'emergenza pandemica.

Il mercato M&A mantiene un andamento altalenante e discontinuo, e solo nel 2014 l'attività globale registra una decisa inversione di tendenza, sulla spinta del consolidamento dei segnali di ripresa dell'economia. Dal 2015, l'attività di M&A a livello mondiale acquista ulteriore vigore, mantenendosi stabilmente, a partire dal 2016, oltre le 36 mila transazioni completate e registrando nuovi record. Un risultato cui contribuiscono sia grandi imprese e multinazionali, che proseguono le loro strategie di crescita per linee esterne nel mercato domestico e oltreconfine, sia le aziende del *middle market*, che inseriscono stabilmente l'M&A nei loro piani di sviluppo, contribuendo ad alimentare fenomeni di consolidamento nei settori più frammentati.

Nonostante le difficoltà di contesto, legate sia a fattori economici che geo-



politici, lo sviluppo delle operazioni di finanza straordinaria investe tutte le aree geografiche; il dato più interessante riguarda l'Asia Pacifico, la cui attività M&A, in termini di controvalore, quasi raddoppia dal 2010 al 2020, arrivando a superare le performance realizzate dall'Europa nel 2015, 2016 e 2020.

Nel 2020, il Covid-19 "catapulta" il mondo in una nuova crisi senza precedenti, spingendo l'economia globale in recessione. Contro tutte le iniziali previsioni, l'onda lunga generata della pandemia non travolge il mercato mondiale M&A, che chiude il 2020 all'insegna della resilienza. I bassi tassi di interesse e gli eccezionali interventi espansivi di Governi e Banche Centrali a sostegno delle economie contribuiscono a rilanciare l'attività M&A. Aziende resilienti in settori che hanno superato relativamente bene i periodi di *lockdown* (TMT, alimentare e bevande, farmaceutico e healthcare) sono in grado di approfittare delle elevate riserve di liquidità e del repentino recupero dei prezzi delle azioni per finalizzare acquisizioni.

I fondi di *private equity* rafforzano il loro contributo al mercato M&A mondiale, realizzando il 36% dei volumi e il 33% dei controvalori del mercato complessivo, concentrando la propria operatività soprattutto a sostegno delle società in portafoglio, ritardando quindi i disinvestimenti e, spesso, conducendo strategie di *add-on*.

La crisi spinge le imprese a rivedere la propria operatività per cercare di assorbire e superare gli shock di mercato e costruire efficienza nel "new normal" post-2020. Un nuovo mondo nel quale sono cambiate le abitudini di consumo, le modalità di fruizione di molti servizi ed il modo di lavorare, e dove una maggiore attenzione è rivolta agli aspetti ambientali, sociali e di governance (ESG). La pandemia impone a molte aziende una profonda trasformazione del loro *business*, coinvolgendo aspetti quali l'allocazione delle risorse, l'attività M&A, la diversificazione delle attività, l'innovazione dei modelli gestionali, la digitalizzazione.

Il 2021 è un anno eccezionale per l'at-

tività M&A a livello internazionale, che batte ogni record e raggiunge la raggardevole cifra di oltre USD 4.400 miliardi di controvalore e quasi 49 mila transazioni, superando di gran lunga qualsiasi aspettativa di ripresa dopo gli shock provocati dalla pandemia.

L'anno successivo, il quadro economico internazionale, ancora segnato dagli effetti del Covid-19 e dal protrarsi dell'emergenza pandemica in alcune aree del mondo (con nuovi *lockdown*, ad esempio in Cina), peggiora repentinamente con l'insorgere del conflitto in Ucraina. La spirale inflattiva, le difficoltà di approvvigionamento di alcune materie prime, aggravate dall'orientamento restrittivo della politica monetaria nei principali paesi (dopo anni di stimoli monetari e fiscali) e dall'incertezza sull'evoluzione del conflitto, contribuiscono a frenare l'economia mondiale.

L'attività M&A risente di questo clima di forte instabilità e dall'evoluzione tutt'altro che prevedibile e nel 2022 registra una contrazione sia dei controvalori che dei volumi. Un risultato sul quale

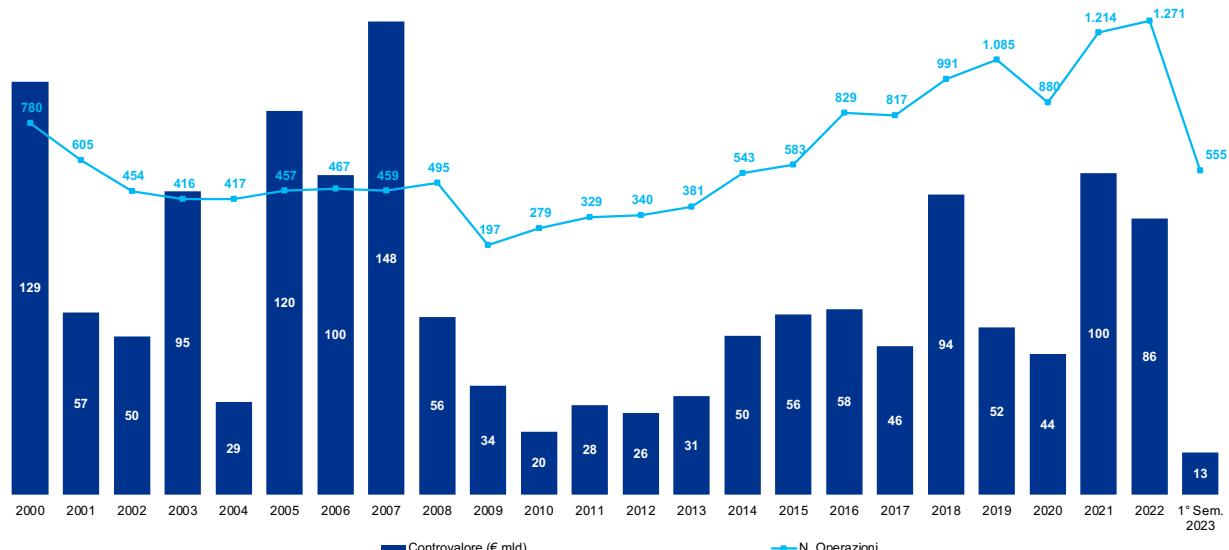
Target	Nazione	Acquirente	Nazione	Quota	USD mld	Anno
Mannesmann A.G.	Germania	Vodafone AirTouch Plc.	UK	100,0%	202,8	2000
Time Warner Inc.	USA	America Online Inc.	USA	100,0%	164,7	2001
Linde Plc	UK	Linde Plc (riorganizzazione intrasocietaria)	UK	100,0%	143,0	2023
Verizon Wireless Inc	USA	Verizon Communications Inc	USA	45,0%	130,3	2014
SABMiller PLC	UK	Anheuser-Busch Inbev SA/NV	Belgio	100,0%	101,1	2016
ABN-AMRO Holding N.V.	Paesi Bassi	RFS Holdings B.V. (Royal Bank of Scotland Group Plc, Fortis Group N.V., Santander Central	Paesi Bassi	98,8%	98,2	2007
Warner-Lambert Co.	USA	Pfizer Inc.	USA	100,0%	89,2	2000
Raytheon Co	USA	United Technologies Corp	USA	100,0%	86,8	2020
Unilever NV	Paesi Bassi	Unilever Plc	UK	100,0%	81,1	2020
BHP Group PLC	UK	BHP Group Ltd	Australia	100,0%	80,7	2022
Time Warner Inc	USA	AT&T Inc	USA	100,0%	79,4	2018
Celgene Corp	USA	Bristol-Myers Squibb Co	USA	100,0%	79,4	2019
SmithKline Beecham Plc.	UK	Glaxo Wellcome Plc.	UK	100,0%	76,0	2000
Shell Transport & Trading Co F UK		Royal Dutch Petroleum Co.	Paesi Bassi	100,0%	74,6	2005
BellSouth Corp.	USA	AT&T Inc.	USA	100,0%	72,7	2006
AT&T Broadband & Internet Se USA		Comcast Corp.	USA	100,0%	72,0	2002
21st Century Fox Inc	USA	The Walt Disney Co	USA	100,0%	71,3	2019
Express Scripts Holding Co	USA	Cigna Corp	USA	100,0%	69,8	2018
BG Group PLC	UK	Royal Dutch Shell PLC	Paesi Bassi	100,0%	69,4	2016
Saudi Basic Industries Corp S. Arabia Saudita	Saudi Arabian Oil Co		Arabia Saudita	70,0%	69,1	2020

Fonte: elaborazioni KPMG Corporate Finance su dati Refinitiv.

Tabella 1  
Le prime venti operazioni  
per controvalore  
completate nel periodo  
2000 - 1° semestre 2023.

Figura 2

Il mercato M&amp;A in Italia (2000 - 1° semestre 2023).



Fonte: KPMG Corporate Finance – Rapporto M&amp;A.

Tabella 2

Le prime venti operazioni per controvalore completate nel periodo 2020 - 1° semestre 2023.

Target	Nazione	Acquirente	Nazione	Quota	€ mld	Anno
Endesa SA <sup>(1)</sup>	Spagna	Enel S.p.A., Acciona SA	Italia, Spagna	92,1%	38,1	2007-2009
SanPaolo IMI S.p.A.	Italia	Banca Intesa S.p.A.	Italia	100,0%	31,2	2006
Telecom Italia S.p.A. <sup>(2)</sup>	Italia	Ing C Olivetti & Co S.p.A.	Italia	45,0%	25,2	2003
Capitalia S.p.A.	Italia	UniCredit S.p.A.	Italia	100,0%	21,9	2007
TIM Telecom Italia Mobile S.p.A.	Italia	Telecom Italia S.p.A.	Italia	44,4%	19,9	2005
Bayerische Hypo und Vereinsbank A Germania		UniCredito Italiano S.p.A.	Italia	93,9%	19,4	2005
Seat Pagine Gialle S.p.A.	Italia	Tin.it Telecom Italia Net S.p.A.	Italia	58,5%	19,1	2000
Abertis Infraestructuras SA	Spagna	Abertis Participaciones SA (Atlantia SpA, ACS SA)	Italia, Spagna	98,7%	16,5	2018
Atlantia SpA	Italia	Schema Alfa SpA (65% Edizione SpA, 35% Blackstone Inc)	Italia	66,9%	12,7	2022
Banca Antonveneta S.p.A.	Italia	Banca Monte Paschi Siena S.p.A.	Italia	100,0%	9,0	2008
BNL Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.	Italia	BNP Paribas S.A.	Francia	99,0%	8,7	2006
PartnerRe Ltd (Exor NV)	Italia	Covéa SGAM	Francia	1	860,0%	2.022,0
Autostrade S.p.A.	Italia	Newco 28 (Schemaventotto S.p.A.- Fam. Benetton)	Italia	70,3%	8,3	2003
Enerxis SA	Cile	Enel Energy Europe SL (Gruppo Enel)	Spagna/Italia	60,6%	8,3	2014
Autostrade per l'Italia SpA/Atlantia S Italia		Holding Reti Autostradali SpA (51,0% CDP Equity SpA, 24,5% Blackstone Infrastructure Partners, 24,5% Macquarie European Infrastructure Fund)	Italia, USA, A	88,1%	8,0	2022
Pirelli & C. SpA	Italia	Marco Polo Industrial Holding SpA (China National Chemical Corp)	Cina	99,7%	7,3	2015
GrandVision NV	Paesi Bassi	EssilorLuxottica SA	Italia	1	722,0%	2.021,0
Sace SpA (Cassa Depositi e Prestiti SpA)	Italia	Ministero dell'Economia	Italia	100,0%	4,3	2022

(1) Operazione avviata nel 2007 a seguito dell'OPA realizzata in partnership con Acciona SA e conclusasi nel 2009 con l'acquisizione da parte di Enel della partecipazione di Acciona;  
(2) Perfezionamento dell'integrazione tra Olivetti e Telecom Italia.

Fonte: KPMG Corporate Finance – Rapporto M&amp;A.

incide in modo particolare la flessione dell'attività M&A negli Stati Uniti (-30% in valore) e nell'Asia Pacifico (-24% in volumi), mentre il mercato europeo mostra una maggiore resilienza.

La traiettoria discendente che contraddistingue il mercato M&A mondiale dalla seconda parte del 2022 prosegue anche nel primo semestre del 2023 (la Tabella 1 mostra le prime venti operazioni per controvalore realizzate in questo periodo). Sebbene il perdurare dell'incertezza economica e geopolitica e le sfidanti condizioni dei mercati finanziari non lascino presagire un rapido cambio di rotta, la resilienza di imprese ed operatori e la riconferma delle tendenze di fondo che hanno guidato le operazioni di finanza straordinaria nell'ultimo biennio inducono ad un cauto ottimismo in merito ad una ripresa dell'attività M&A.

## Il mercato M&A in Italia

Nel periodo compreso tra il 2000 ed il 30 giugno 2023, il mercato M&A in Italia ha raggiunto un controvalore cumulato di € 1.523 miliardi per un totale di oltre 14.800 operazioni completate (Figura 2)<sup>1</sup>. Un risultato importante che, sebbene presenti ancora un'incidenza limitata rispetto al mercato mondiale, testimonia la significativa evoluzione che l'attività M&A ha avuto nel nostro Paese ed il ruolo strutturale e centrale che riveste per la crescita della nostra economia (la Tabella 2 mostra le prime venti operazioni per controvalore complete tra il 2000 ed il 30 giugno 2023). Archiviato un decennio (1990-1999) caratterizzato dai processi di privatizzazione (che conducono in Borsa colossi quali Eni, Enel e Credito Italiano), dal perfezionamento delle aggregazioni tra alcuni primari istituti bancari (Sanpaolo di Torino con IMI, Credito Italiano con Unicredit, Ambroveneto con Cariplo, che danno vita a nuove realtà con dimensioni finalmente comparabili con i principali *player* europei), dal progressivo sviluppo del *middle market*, con l'affacciarsi dei primi fondi di private equity di matrice bancaria, nonché dalle prime operazioni rilevanti condotte da gruppi italiani all'estero, e dopo aver raggiunto nel 1999 il picco mai registrato fino ad allora di € 145 miliardi, realizzato a fronte di poco meno di 700 transazioni complete, gli anni Duemila vedono un cambiamento strutturale dell'M&A italiano.

Il primo decennio del nuovo millennio si caratterizza inizialmente per l'ingresso dell'Italia nell'area Euro (tra i primi paesi ad aderire alla moneta unica europea), successivamente per i processi di globalizzazione economica che contribuiscono allo sviluppo delle operazioni *cross border* (ricordiamo, ad esempio, le

grandi acquisizioni bancarie transfrontaliere di Unicredit Italiano su HVB e di BNP Paribas su BNL, e l'operazione di Enel su Endesa, la più grande acquisizione di sempre condotta all'estero da un operatore italiano del settore energia), con le operazioni Italia su Estero che nel 2000, per la prima volta, superano le acquisizioni straniere in Italia; ed infine per l'avvento della crisi globale.

Il 2001 inaugura una fase calante per il mercato M&A italiano che prosegue fino al 2009, con volumi che si mantengono in media intorno a 440 operazioni e che proprio nel 2009 registrano il minimo storico di 197 *deal* (dal 1988 a oggi). I controvalori si mantengono in media di poco superiori a € 75 miliardi e presentano un andamento altalenante strettamente collegato al numero e alla dimensione delle transazioni miliardarie finalizzate nei singoli anni, raggiungendo nel 2007 lo storico record di € 148 miliardi, ad oggi ancora imbattuto. La crisi economica fa "ripiegare" l'attività M&A entro i confini nazionali: le operazioni *cross border*, la cui incidenza rispetto ai volumi complessivi tra il 1999 e il 2001 era intorno al 40%, subiscono tra il 2002 ed il 2004 un vero ridimensionamento, scendendo a 123 transazioni complete, delle quali appena 32 (minimo storico) sono rappresentate da acquisizioni italiane all'estero. Un periodo cui fa seguito una nuova accelerazione dell'internazionalizzazione tramite M&A, che prosegue fino al 2008, quando un'operazione su due coinvolge una controparte straniera.

Il dato interessante che emerge in questo periodo è che accanto ai "campioni nazionali" (*top player* italiani del calibro di Eni, Enel, UniCredit, Assicurazioni Generali, FCA, Luxottica, Campari), promotori delle principali acquisizioni oltreconfine in termini di numeri e controvalore, si affiancano altre realtà in grado di inserirsi con successo nei processi di globalizzazione, promuo-

vendo operazioni Italia su Estero. È il fenomeno delle cosiddette "multinazionali tascabili": aziende di medie dimensioni, con forza lavoro anche di diverse migliaia di addetti, fatturati a volte superiori a € 1 miliardo (la maggioranza dei quali derivanti dalle esportazioni), in molti casi controllate da famiglie ed i cui membri ricoprono posizioni apicali e ruoli chiave nella *governance*. Aziende che nel giro di pochi anni, grazie alle acquisizioni, guadagnano posizioni di *leadership* internazionale nei loro mercati di riferimento, e che annoverano, tra le altre, nomi quali Brembo, Interpump Group, Amplifon, Tiscali, Autogrill, Merlini, Ital cementi.

Le operazioni Estero su Italia, maggiormente influenzate da variabili macroeconomiche internazionali e dal contesto economico generale, più che dalle condizioni specifiche dell'economia italiana, registrano dapprima un calo delle transazioni; segue un periodo di crescita, culminato nel 2008 e scandito anche da un'intensa attività dei fondi di *private equity* stranieri (2003-2006), che forniscono un valido contributo alla crescita del nostro sistema economico e danno maggiore visibilità internazionale alle aziende italiane di media dimensione.

Da un punto di vista settoriale, a guidare il mercato M&A italiano in questi anni è la prosecuzione del processo aggregativo, avviato negli anni '90, che coinvolge il comparto bancario italiano, mentre i compatti *Industrial* e *Consumer Markets* (oltre 2.100 *deal*, più contenuti in termini di controvalore) dominano in termini di volumi di transazioni e coinvolgono soprattutto piccole e medie imprese.

Il decennio successivo (2010-2019) è segnato dal difficile contesto macroeconomico conseguente alla crisi dei debiti sovrani. Ad inaugurarlo, un 2010 che registra il poco invidiabile primato di peggior anno per il mercato M&A

italiano dal 1995 ad oggi in termini di controvalori, fermi a soli € 20 miliardi. In controtendenza i volumi, in decisa ripresa, che inaugurano una fase di crescita pressoché ininterrotta del numero di operazioni completate e che nel 2019 raggiungono il nuovo massimo storico di 1.085 transazioni. Anche i controversi, seppur lontani dai *record* registrati nel decennio precedente, riprendono gradualmente quota e nel 2015 egualgiano il dato del 2008 (primo anno della crisi), per poi segnare nel 2018 il miglior risultato del periodo (€ 94 miliardi).

Al di là dei risultati realizzati in questi dieci anni, rispetto al periodo precedente sono i temi dominanti che guidano fusioni ed acquisizioni a variare, imprimendo una nuova veste al mercato M&A italiano:

- importanti processi di riorganizzazione societaria, volti alla rifocalizzazione dei *business*, vengono avviati da primari gruppi italiani (da Exor ad Enel, passando per Finmeccanica, Asicurazioni Generali, UniCredit, ERG, Edizione della Famiglia Benetton, Italmobiliare/Italcementi, Telecom Italia, solo per citarne alcuni);
  - vengono finalizzate numerose operazioni di aggregazione di valore rilevante, veri e propri transformational deal, frutto, soprattutto, del chiaro intento strategico di dare vita a leader mondiali nei rispettivi settori di riferimento (Impregilo-Salini, International Game Technology-GTECH, The Net-A-Porter Group-YOOX, Banca Popolare di Milano-Banco Popolare, Essilor-Luxottica, Abertis Infraestructuras-Atlantia, solo per citarne alcune);
  - lo sviluppo del mercato borsistico italiano influenza positivamente il mercato M&A italiano e registra un aumento delle ammissioni (con il nuovo record di 59 ammissioni raggiunto nel 2017) determinato anche della cresci-
  - ta delle operazioni di collocamento di piccole medie imprese sull'AIM Italia (il mercato dedicato proprio alle PMI italiane ad alto potenziale, rinominato Euronext Growth Market nel 2021 a seguito del passaggio di Borsa Italiana ad Euronext), spesso promosse da fondi di *private equity*, e dell'affermarsi delle SPAC (Special Purpose Acquisition Company);
  - si intensifica l'attività acquisitiva promossa nel nostro Paese da fondi sovrani, che spesso entrano a far parte del nucleo stabile dell'azionariato di primarie aziende nazionali, soprattutto quotate;
  - favoriti dalla disponibilità di capitali, investitori finanziari e fondi di *private equity*, sia nazionali che internazionali, assumono un ruolo via via più centrale nel mercato M&A italiano, affiancando sempre più frequentemente le imprese familiari italiane in occasione di passaggi generazionali, di apertura dell'azionariato e di rinnovamento della *governance*, accelerandone i percorsi di crescita;
  - le operazioni transnazionali diventano un pilastro fondamentale per l'attività M&A del nostro Paese, dimostrazione sia della rinnovata fiducia da parte degli investitori internazionali nel nostro mercato, sia della volontà degli operatori italiani di ampliare il proprio raggio d'azione al di fuori dei confini nazionali;
  - si assiste alla rotazione dei settori target, passata dai compatti regolamentati del finanziario, dell'energia e delle telecomunicazioni a quelli più tradizionali del *Made in Italy*, dove i deal sono più numerosi ma di dimensioni più contenute.
- L'ultimo periodo (2020 - primo semestre 2023) inizia con una nuova battuta di arresto al mercato delle fusioni ed acquisizioni conseguente alle ripercussioni dovute alle politiche di contenimento della pandemia da Covid-19. La crisi

**Nel corso degli ultimi 20 anni il mercato dell'M&A in Italia ha registrato una dimensione e un dinamismo crescenti. L'M&A viene ormai visto non solo come funzionale alla crescita dimensionale, ma come una leva strategica per la trasformazione dei business model delle imprese.**

scatenata dalla pandemia, non avendo avuto origine nei mercati finanziari e del credito, non mina le basi di un'attività M&A solida e ben radicata e non modifica i piani di consolidamento e di internazionalizzazione promossi negli ultimi anni da numerose PMI in diversi settori del *Made in Italy*.

Nel complesso, nel 2020 il mercato M&A italiano mostra dunque una buona tenuta complessiva, nonostante il forte rallentamento dell'attività Estero su Italia, sulla spinta di una significativa ripresa dell'attività domestica, dell'attività di fondi di *private equity* ed investitori finanziari e del contributo del capitalismo familiare.

Nel 2021 l'attività M&A in Italia vive una nuova stagione di successi, tornando a correre a livelli da record. I controversi superano € 100 miliardi (il miglior risultato dal 2008), mentre i volumi oltrepassano le 1.200 transazioni, segnando il nuovo massimo storico del nostro mercato. Il ritorno delle grandi operazioni e degli investimenti dall'e-

sterio, la crescita delle operazioni cross border-out, il significativo intervento da parte di investitori finanziari e fondi di *private equity* contribuiscono a vivacizzare la dinamica transazionale, riportando il mercato M&A su livelli significativi.

Malgrado il nuovo peggioramento del contesto di riferimento (conseguenza diretta del rallentamento delle economie, degli effetti prodotti dal conflitto russo-ucraino e delle politiche monetarie restrittive imposte dalla Banche Centrali per contrastare l'inflazione), la resilienza di diversi settori della nostra economia, la vivacità del *middle market* (a fronte di un minor peso dei grandi deal), l'accresciuta incidenza delle operazioni *cross border* e la riconferma del ruolo centrale svolto dai financial sponsor, consentono al mercato M&A italiano di raggiungere nel 2022 risultati comunque notevoli e superiori alle attese. Nonostante un calo dei controvalori (in ogni caso il terzo miglior risultato dal 2007), i volumi registrano il nuovo massimo storico di 1.271 transazioni complete.

Il triennio è caratterizzato dal completamento di operazioni di notevole rilevanza strategica, che testimoniano la capacità delle aziende italiane di finalizzare transazioni "transformational" anche al di fuori dei confini nazionali:

- la fusione dei colossi PSA Peugeot-Citroën e Fiat Chrysler Automobiles (controllata da Exor), che decreta la nascita di Stellantis, il quarto costruttore automobilistico al mondo

in termini di volumi ed il terzo in termini di fatturato (controvalore di € 19,8 miliardi, 2021);

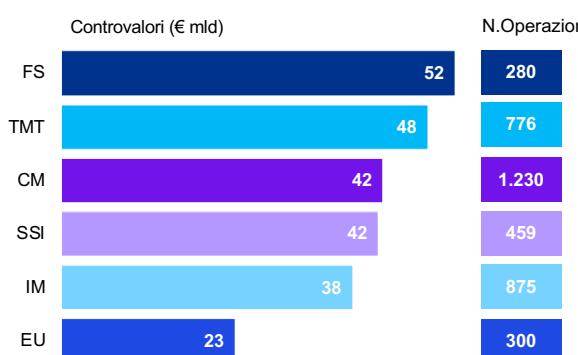
- l'integrazione in Nexi dell'operatore danese Nets (controllato da un consorzio di fondi di *private equity* guidato da Hellman & Friedman) e di SIA (controllata da CDP) per un controvalore complessivo di oltre € 10 miliardi, che porta alla creazione di un campione europeo nel *digital payment* (2021);
- l'ingresso della multinazionale olandese GrandVision (la più grande catena di vendita al dettaglio di prodotti ottici in Europa, controllata dal fondo Hal Optical Investments) in EssilorLuxottica (€ 7,2 miliardi, 2021);
- nel comparto delle apparecchiature destinate al mondo della ristorazione professionale, l'acquisizione da parte di Ali Group del Gruppo statunitense Welbilt (€ 3,4 miliardi, 2022), che consente alla multinazionale lombarda di ampliare la propria gamma di prodotti e la presenza nel Nord America.

La direzione di queste operazioni riflette la notevole rilevanza assunta dal *cross border* nel mercato M&A italiano, che nel 2022 raggiunge il nuovo record di quasi 660 deal completati, sulla spinta dei massimi storici registrati sia dagli investimenti stranieri nel nostro Paese (437 transazioni), sia dall'attività *cross border-out* (220 deal), in molti casi realizzata con il supporto di fondi di *private equity*.

Nel corso del triennio, l'attività M&A

generata dai *financial sponsor* registra un'ulteriore accelerazione, segnando nuovi storici traguardi. Accanto all'affiancamento agli imprenditori italiani nei percorsi di internazionalizzazione, nei processi di consolidamento settoriale o nei passaggi generazionali, investitori finanziari e fondi di *private equity*, soprattutto stranieri, mostrano inoltre un forte interesse per il mondo delle infrastrutture e delle risorse energetiche, in linea con le principali direttive dettate dal PNRR e dalle necessità emerse dal nuovo contesto geopolitico ed economico, realizzando diversi investimenti miliardari. Ne sono un esempio il coinvolgimento del fondo statunitense Blackstone a fianco di Edizione nell'OPA promossa su Atlantia, che ha condotto all'uscita dai listini di Borsa Italiana del gruppo infrastrutturale italiano (€ 12,7 miliardi, 2022), uno dei più grandi *de-listing* mai realizzati in Europa con l'intervento di un fondo di *private equity*; e la cessione da parte della stessa Atlantia della partecipazione in Autostrade per l'Italia al consorzio formato da CDP Equity e dai fondi infrastrutturali gestiti da Macquarie e Blackstone (€ 8,0 miliardi, 2022).

Rispetto ai settori in cui si sono maggiormente concentrate le fusioni ed acquisizioni nell'ultimo triennio (Figura 3), il comparto finanziario ritorna protagonista in termini di controvalori, grazie in particolare alle operazioni promosse da Nexi e dalla cessione da parte di Atlantia del 49% di Telepass (società che gestisce il pagamento automatico dei



**Figura 3**

I settori target (dati cumulati 2020-1°Semestre 2023)

- FS: Financial Services
- TMT: Telecommunications, Media & Technology
- EU: Energy & Utilities
- IM: Industrial Market
- CM: Retail & Consumer Markets (inclusi Health Care & Life Sciences)
- SSI: Support Services & Infrastructure (inclusi Transportation, Building & Construction, Business Services)

Fonte: KPMG Corporate Finance – Rapporto M&A.

pedaggi autostradali) a favore del fondo elvetico Partners Group (€ 1,5 miliardi, 2021). In crescita, soprattutto in termini di controvalore, anche il comparto TMT, sulla spinta, in particolare del processo di consolidamento in atto nel *business* delle torri di trasmissione, nell'ambito del quale Cellnex Telecom (controllata da Edizione) è diventata *leader* europeo nelle infrastrutture per telecomunicazioni, nonché la seconda società di torri al mondo. Dal 2020 ad oggi, Cellnex ha infatti investito circa € 21,0 miliardi nell'acquisizioni del *business* delle torri in diversi paesi europei poste in vendita dal Gruppo di Hong Kong CK Hutchison e da altri operatori. In termini di volumi, Consumer e Industrial Markets si confermano nuovamente protagonisti assoluti soprattutto nelle transazioni di *middle market*.

Il primo semestre del 2023 parte in salita, registrando un importante rallentamento per il mercato italiano M&A, che risente dell'instabilità dello scenario macroeconomico e del perdurare delle politiche monetarie restrittive adottate dalle Banche Centrali: sono 555 le operazioni concluse da inizio anno (-14% rispetto alle 648 operazioni dello stesso periodo del 2022) per un controvalore pari ad oltre € 13,0 miliardi (contro € 35,0 miliardi del primo semestre 2022).

Rispetto all'anno precedente, nel 2023 mancano ancora i grandi *deal*. Sono infatti solo tre le operazioni che superano € 1,0 miliardi: l'integrazione tra Dufry ed Autogrill (€ 2,4 miliardi); l'acquisizione dell'irlandese Amryt Pharma da parte di Chiesi Farmaceutici (€ 1,4 miliardi) e la conquista di Centrotec Climate Systems da parte di Ariston Holding (circa € 1,0 miliardi), la più grande transazione mai realizzata nella storia del gruppo controllato dalla Famiglia Merloni.

La prosecuzione del conflitto russo-ucraino ed il rallentamento della crescita economica e dell'inflazione (dopo un

ciclo di rialzi dei tassi di interesse fuori dall'ordinario, sia per la velocità che per l'intensità degli aumenti), mantengono lo scenario di riferimento fortemente incerto. Il mercato M&A, però, è molto resiliente e velocemente si adatta alle nuove condizioni esterne, come abbiamo visto dopo la grande crisi del 2008 e nel post-pandemia. L'M&A non solo è funzionale alla crescita dimensionale, alla diversificazione del rischio, alla ricerca di stabilizzazione nelle catene logistiche e all'internazionalizzazione, ma è una leva per la trasformazione dei *business model* e la loro sostenibilità. Attraverso l'M&A si guidano e si accelerano processi di digitalizzazione dell'impresa e di transizione *green*, si favoriscono percorsi verso obiettivi ambientali, sociali e di governo societario (fattori ESG) più sfidanti. È l'M&A del XXI Secolo, che aiuta a traghettare gli obiettivo, i valori e le prerogative aziendali legati alla sostenibilità, non più procrastinabili.

## Quali opzioni strategiche per la crescita delle imprese e un possibile decalogo dell'M&A

Il tema della crescita e dello sviluppo aziendale, spesso accompagnato da una spinta irrinunciabile all'internazionalizzazione, rimane centrale per le PMI italiane, che rappresentano l'elemento caratterizzante ed il punto di forza della nostra economia.

Spesso i nostri imprenditori si trovano in una condizione tale per cui la dimensione d'impresa, non ottimale, li costringe ad affrontare la competizione, ormai su scala globale, partendo da una situazione di svantaggio che si somma ad altri fattori di contesto sfavorevoli, quali

la fiscalità di impresa elevata ed i costi dell'energia e delle materie prime disallineati rispetto ad altri paesi Europei. In tale contesto, spesso i normali e tradizionali strumenti di finanziamento non rispondono pienamente alle necessità aziendali e quindi al canale bancario occorre affiancare la ricerca di soluzioni che portino necessariamente all'allargamento della compagine societaria. Un compito non banale che richiede non solo la conoscenza di strumenti ed intermediari specializzati, ma, anzitutto, un salto culturale e la necessità da parte di imprenditori ed imprenditrici di aprire la propria azienda a soci terzi estranei alla famiglia. Una vera "rivoluzione societaria", che però, oggi, può essere fatta con gradualità, coniugando gli interessi familiari con quelli societari.

Le aziende, in un determinato momento del loro percorso di sviluppo, possono trovarsi nella condizione di aver bisogno di risorse finanziarie sotto forma di capitale di rischio, per supportare un piano di nuovi investimenti o per la necessità di accelerare la crescita tramite acquisizioni o fusioni; o, ancora, i membri della famiglia fondatrice o i soci di controllo possono ricercare un'opportunità per diversificare l'investimento o per affrontare più agevolmente un passaggio generazionale.

Le alternative per la raccolta di fondi sotto forma di *equity* spesso implicano l'apertura del capitale ad un investitore finanziario specializzato, la quotazione in borsa o l'ingresso nell'ambito di un gruppo industriale più grande, anche attraverso la cessione della maggioranza del capitale sociale.

Il ricorso ad un investitore finanziario specializzato richiede tipicamente l'apertura e l'ingresso nel capitale sociale di un fondo di *private equity*, una *investment company*, un *family office* di natura privata, o un cosiddetto *club deal*. Oppure attraverso l'ingresso di fondi

Tabella 3

Un decalogo per le M&amp;A delle imprese italiane.

EM&A come elemento chiave della strategia aziendale a supporto della crescita	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aspirazioni di crescita</li> <li>Saper fare acquisizioni</li> <li>Determinazione (imparare anche dai fallimenti)</li> <li>Chiara visione strategica</li> <li>Approccio strutturato per favorire crescita e internazionalizzazione</li> <li>Acquisizioni mirate e non opportunistiche</li> </ul>
In un mercato globale, la dimensione conta	<ul style="list-style-type: none"> <li>Crescere è imperativo per rimanere competitivi</li> <li>Il mercato è il mondo ... serve consapevolezza strategica a livello globale</li> <li>Sebbene la crescita sia vista come una priorità, in Italia poche aziende ricorrono sistematicamente all'M&amp;A</li> </ul>
Non acquisizioni opportunistiche, ma sistematiche	<ul style="list-style-type: none"> <li>Le acquisizioni non devono essere eventi episodici: gli "acquisitori seriali" sono meno indebitati e hanno redditività più elevata</li> <li>I processi di apprendimento contano</li> <li>Liste di aziende <i>target</i> (da fonti interne, esterne, advisor propositivi)</li> </ul>
Non solo debito, ma anche capitale di rischio e strumenti innovativi	<ul style="list-style-type: none"> <li>Il mercato mette a disposizione molteplici strumenti, spesso sofisticati ed innovativi</li> <li>Non solo debito ma anche capitale di rischio e forme ibride</li> <li>Il controllo con l'autorevolezza (e non solo con il 51%)</li> </ul>
Attenzione a dove si investe e con chi	<ul style="list-style-type: none"> <li>I rischi vanno misurati e gestiti: una struttura di <i>governance</i> adeguata aiuta a comprenderli, affrontarli e mitigarli</li> <li>Gestione del rischio-paese e degli aspetti geopolitici</li> </ul>
Servono processi strutturati e <i>team</i> <td> <ul style="list-style-type: none"> <li>Diverse fasi del processo (prima, durante e dopo il deal) richiedono diverse attitudini e competenze.</li> <li>All'estero è più difficile</li> <li>Comunicazione e condivisione degli obiettivi con tutti gli attori da coinvolgere</li> </ul> </td>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Diverse fasi del processo (prima, durante e dopo il deal) richiedono diverse attitudini e competenze.</li> <li>All'estero è più difficile</li> <li>Comunicazione e condivisione degli obiettivi con tutti gli attori da coinvolgere</li> </ul>
Le risorse umane sono il fattore critico di successo	<ul style="list-style-type: none"> <li>Comunicazione, definizione dei ruoli e lavoro di squadra: un imprenditore non può sapere tutto</li> <li>Ruolo chiave del <i>middle management</i> e del <i>Project Management Office</i></li> </ul>
Prezzo ≠ Valore: liberi dalla "tirannia dei multipli"	<ul style="list-style-type: none"> <li>Conta la creazione di valore industriale</li> <li>Meccanismi di valorizzazione anche legati al conseguimento dei risultati futuri</li> <li>Non innamorarsi di un <i>asset</i> se non in linea con la strategia ed il modello di <i>business</i></li> </ul>
Attenzione al post-deal	<ul style="list-style-type: none"> <li>Subito sotto controllo: risorse umane, controllo di gestione, molto spesso finanza e acquisti</li> <li>Integrazione anche non subito, ma al "momento giusto"</li> <li>Impresa aperta piuttosto che impresa "colonizzatrice" e rispetto degli usi e dei costumi locali</li> <li>È importante imparare da ciò che compriamo</li> </ul>
Dismissioni quale parte integrante del processo di generazione di valore	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gestione dei business aziendali in ottica di portafoglio</li> <li>Dismissione di asset non funzionali/sotto-performanti/parzialmente valorizzati o valorizzabili nel contesto aziendale</li> <li>Lo stesso vale per le geografie</li> </ul>

**Le esperienze di successo delle aziende italiane in materia di fusioni ed acquisizioni evidenziano come l'attività M&A rappresenti un elemento chiave della strategia aziendale. Le acquisizioni non devono essere viste come eventi episodici: gli "acquisitori seriali" hanno in media una redditività più elevata.**

sovraffollati, nel nostro Paese rappresentati da veicoli del Gruppo Cassa Depositi e Prestiti, specializzati nel sostegno alle imprese italiane. In alternativa, si può ricorrere all'accesso al mercato dei capitali, che nell'ultimo periodo è facilitato dallo sviluppo di mercati azionari con regole di accesso semplificate quali l'Euronext Growth Milan, segmento dedicato alle piccole e medie imprese dinamiche e competitive gestito da Borsa Italiana, e dalla diffusione di veicoli appositi, le SPAC, che si costituiscono per favorire la quotazione di società sui mercati dei capitali.

In tale contesto, abbiamo provato ad analizzare il ruolo delle operazioni straordinarie a supporto della crescita. A seguito di un lavoro di analisi e ricerca trentennale svolto da KPMG che si sostanzia nel Rapporto Mergers & Acquisitions (studio annuale sul mercato delle fusioni e acquisizioni in Italia) e ad altre iniziative correlate (es. KPMG M&A Academy), abbiamo rilevato che le aziende che sono cresciute di più negli ultimi 20 anni hanno tutte utilizzato operazioni di finanza straordinaria (fusioni e acquisizioni) in modo continuativo. Realtà come Amplifon, Autogrill, Biesse, Brembo, Campari, Cerved, Coesia, Generali, Granarolo, Essilor-Luxottica, GI Group, Hera, IMA, Interpump, Intesa Sanpaolo, Unicredit, Zucchetti, solo per citarne alcune, si sono affermate come leader globali nei rispettivi settori grazie a processi di fusioni e acquisizioni che hanno consentito loro di diversificare il portafoglio-prodotti, entrare in nuovi mercati, acquisire nuovi *brand*, rafforzare il *know-how* tecnologico o le catene distributive. Il ricorso a processi di acquisizione è quindi cruciale per la competitività del sistema Italia, soprattutto oggi in un contesto globalizzato. Attraverso l'analisi delle operazioni di finanza straordinaria e con il contributo di interviste ad alcuni fra i principali protagonisti del mercato M&A degli ul-

timi 20 anni, abbiamo potuto sintetizzare elementi a nostro giudizio utili per realizzare al meglio un'operazione di finanza straordinaria (Tabella 3).

Le esperienze di successo delle aziende italiane in materia di fusioni ed acquisizioni evidenziano come l'attività M&A rappresenti un elemento stabilmente inserito in una chiara ed esplicita strategia a supporto della crescita aziendale, tanto da essere diventato parte dei DNA delle imprese stesse. Un'attività che, specie se svolta sistematicamente (e non in modo episodico o opportunistico) e in un'ottica di lungo periodo, costituisce uno strumento fondamentale per costruire un solido percorso di sviluppo e garantire la sopravvivenza e il successo aziendale.

## Considerazioni conclusive

In questo articolo abbiamo riassunto la storia del mercato M&A dal 2000 ad oggi, sia a livello globale che nazionale, evidenziando quali sono stati i principali driver che lo hanno caratterizzato. Si è cercato di sintetizzare quello che gli operatori più esperti, i cosiddetti "serial acquiror" ci hanno raffigurato essere la strategia vincente per un M&A di successo. Sicuramente, in particolare all'inizio del percorso di crescita per linee esterne, portare a termine una transazione M&A richiede competenze che non sempre si trovano già in azienda e quindi il livello di rischio insito nella operazione di finanza straordinaria è sicuramente superiore a quello di altre operazioni tipiche aziendali.

Ciononostante, nel corso del lungo periodo considerato si è potuto assistere ad un cambio paradigmatico. Siamo passati da un mercato M&A sostanzialmente caratterizzato da pochi grandi *player* industriali, ad un mercato dove operano investitori strategici e finan-

ziari di varie dimensioni e natura che si specializzano per settori, dimensioni dei *deal* e tipologie/strutture di operazione.

Anche sul mercato italiano le nostre PMI si pongono di continuo il tema della crescita aziendale non più solo privilegiando la crescita organica, ma anche valutando l'apertura del capitale ad un socio finanziario o industriale. Spesso l'apertura del capitale ad un soggetto finanziario è propedeutica alla quotazione in Borsa, ma negli ultimi anni abbiamo anche visto come partner finanziari possono accompagnare imprenditori e famiglie in operazioni di *delisting* dai mercati regolamentati (*take to private*). La tipologia di operazioni e la gamma di investitori è profondamente cambiata, allargandosi e sofisticandosi, dando sicuramente ad imprenditori e *manager* un numero di opzioni ben più ampio ed articolato. Anche la comunità degli *advisor* industriali, finanziari, contabili e legali che può accompagnare imprenditori e imprese in un'operazione di M&A si è articolata ed ampliata e sicuramente molte aziende si sono anche, parimenti, strutturate al loro interno con team di professionisti dedicati alle varie fasi di un processo di M&A e, più in generale, sulle tematiche della crescita per linee esterne.

Questo fenomeno è, a nostro giudizio, ben rappresentato dal numero di operazioni che ogni anno si chiudono sul mercato M&A italiano. Un numero che dal 2009 è in continua crescita, se si esclude il 2020, primo anno della pandemia. Siamo oramai costantemente oltre le 1.200 operazioni chiuse all'anno, un numero sicuramente sottostimato in quanto molte transazioni di dimensione minore non vengono rese pubbliche o

non compaiono sulla stampa specializzata.

Da ultimo, possiamo sicuramente sostenere non solo che l'M&A è divenuto qualcosa che tocca la vita di quasi tutte le aziende, anche le piccole e medie, se non altro per valutare ipotesi di vendita o l'apertura del proprio capitale, ma anche che è sempre più evidente come la leva dell'M&A crei valore e non solo crescita dimensionale fine a sé stessa. Si è spesso dibattuto, anche a livello accademico, in merito al fatto che le operazioni di M&A creino o meno valore o se i rischi siano superiori ai benefici attesi. Ben lungi dal negare le difficoltà ed i rischi insiti nella selezione di una azienda *target* da acquisire o nella esecuzione di un deal o nelle attività necessarie nel processo di post-*deal* ed integrazione della azienda acquisita o fusa, appare sempre più evidente come le nostre aziende *leader* in Italia e nel mondo nella maggior parte dei casi abbiano utilizzato l'M&A in maniera seriale. Analizzando i loro percorsi di sviluppo, si potrà vedere come cresciuta organica e per linee esterne siano parimenti importanti, spesso con contributi percentualmente simili. Ciò ha permesso a queste aziende non solo di affermarsi nel proprio settore in Italia, ma anche nel mondo. Spesso poi queste imprese hanno compiuto "fusioni fra pari", operazioni trasformative che, sempre grazie all'M&A, hanno permesso loro di trasformarsi in campioni europei, in settori dove la competizione avviene a livello globale. Solo favorendo queste operazioni transfrontaliere fra grandi aziende europee, saremo in grado di competere ad armi pari con Cina, USA e India.

È utile ricordare anche il valore ed il

ruolo del *private capital*, sempre più protagonista del mercato M&A sia a livello globale che nazionale. I fondi di *private equity*, in particolare, nell'ultimo ventennio non solo si sono affermati in termini di numero di operazioni chiuse, ma sono sempre più visti dagli imprenditori e dalle famiglie industriali come un partner sul quale fare affidamento sia per accelerare percorsi di crescita, anche attraverso l'M&A, sia come soluzione ai temi di passaggi generazionali, sia per accompagnare percorsi di *take to private*. Latteggiamento verso gli investitori finanziari è profondamente cambiato e questo ha dato ulteriori opportunità alle nostre aziende e ingenti capitali per lo sviluppo, fornendo valide alternative al canale del finanziamento bancario.

Anche la quotazione in Borsa deve essere vista come una possibile opportunità per favorire percorsi di sviluppo aziendale. Al riguardo, tutti gli *stakeholders* coinvolti si stanno impegnando per rendere il processo più fluido e semplificato, in modo anche di non perdere opportunità a confronto con altri mercati regolamentati esteri, con legislazioni più flessibili.

M&A, Borsa, private capital sono strumenti molto potenti e strettamente connessi che l'imprenditore ed i *manager* devono saper analizzare, scegliere e governare nei momenti opportuni della vita aziendale. Sicuramente la possibilità per le famiglie e l'imprenditore di poter contare su un team di professionisti fidati, capaci e coesi farà ancora la differenza. Le opportunità per crescere ci sono, gli strumenti ed i finanziamenti ci sono, resta solo da fare la scelta.

1. Per una trattazione approfondita dell'andamento delle M&A in Italia nel corso dell'ultimo trentennio si veda KPMG (2010), 20 anni di M&A – Fusioni e acquisizioni in Italia dal 1998 al 2010, Egea, Milano, e i successivi rapporti annuali KPMG su M&A.





# L'M&A nelle strategie di crescita di Carel

## Il ruolo della crescita in Carel

La crescita è un elemento essenziale per il successo e la prosperità di ogni azienda. Indipendentemente dalle sue dimensioni o dal settore di attività nel quale opera, l'obiettivo di crescere e di raggiungere risultati sempre migliori è alla base di qualsiasi idea imprenditoriale. Inoltre, solo attraverso una crescita costante l'organizzazione può raggiungere quel successo sostenibile a cui si riferisce anche l'ultimo codice di *corporate governance* approvato dal relativo comitato nel 2020.

Ma quali sono le ragioni principali che rendono la crescita un elemento così importante nella vita di ogni azienda? Vi sono alcuni punti cardine.

**Crescita e sviluppo.** La crescita permette anzitutto di acquisire nuovi clienti e aumentare quindi la quota di mercato. Questo si traduce in un incremento dei ricavi e in definitiva in maggiori risorse disponibili da investire in nuove opportunità di *business*, in migliora-

**L'utilizzo ragionato e consapevole dell'opzione della crescita per linee esterne nel contesto di un'azienda fortemente proiettata in un percorso di sviluppo dimensionale, internazionalizzazione, innovazione e attenta ai valori della sostenibilità.**

## Il caso di Carel è un esempio di corretto bilanciamento tra crescita organica e per linee esterne con un processo di attenta valutazione delle opportunità e dei rischi delle diverse opzioni di sviluppo.

menti della qualità prodotti o servizi offerti e nell'ampliamento della presenza geografica.

**Crescita e innovazione.** La crescita stimola l'innovazione. Per rimanere competitiva, un'organizzazione deve continuamente migliorare e adattarsi ai cambiamenti del mercato che sono sempre più complessi e veloci. L'obiettivo è quello di soddisfare le esigenze dei clienti in modo sempre migliore, offrendo prodotti o servizi innovativi e di alta qualità. La crescita fornisce quindi le risorse finanziarie e umane necessarie per investire in ricerca e sviluppo, promuovere l'innovazione e portare sul mercato nuove soluzioni.

**Crescita e qualità delle risorse umane.** Un'azienda in crescita offre opportunità di lavoro e sviluppo professionale ai suoi dipendenti. L'incremento e la diversificazione delle attività aziendali richiedono spesso l'assunzione di nuovi talenti. Ciò offre opportunità di carriera ai dipendenti esistenti e attrattività per i neoassunti. Inoltre, l'azienda può investire in percorsi di formazione per migliorare il proprio capitale umano che può quindi contribuire al successo complessivo dell'organizzazione.

**Crescita e vantaggio competitivo.** La crescita costante conferisce un vantaggio competitivo significativo: organiz-

azioni di maggiori dimensioni sono meglio attrezzate per guidare e gestire i cambiamenti, anche regolamentari, in contesti particolarmente complessi. Inoltre, un'azienda in crescita può beneficiare di economie di scala, riduzione dei costi unitari di produzione e vantaggi nella negoziazione con fornitori e partner commerciali. Inoltre, l'aumento delle risorse finanziarie consente all'azienda di investire in strategie di *marketing* e di *branding* per aumentare la riconoscibilità del marchio e conquistare nuovi clienti. Questo vantaggio competitivo può aiutare a mantenere o ampliare la quota di mercato, superando la concorrenza e raggiungendo risultati di business migliori.

Per sintetizzare, la crescita svolge un ruolo fondamentale nel successo a lungo termine. Attraverso l'espansione del mercato, l'innovazione, l'opportunità di assunzione e lo sviluppo delle risorse umane, nonché l'acquisizione di vantaggi competitivi, l'azienda può ottenere risultati migliori e prosperare nel tempo. È essenziale che la crescita venga pianificata e attentamente gestita, identificando opportunità di *business*, investendo nelle risorse necessarie e adottando strategie efficaci per sfruttare al meglio il potenziale di sviluppo. Solo così si può costruire un futuro saldo e di successo in un mercato sempre più competitivo come quello attuale. Queste ultime considerazioni sono da sempre state al centro della strategia del Gruppo Carel, che nel 2023 ha festeggiato il suo cinquantesimo anniversario dalla fondazione. Carel nasce, infatti, nel 1973 e fin dai suoi primi anni di attività la crescita e lo sviluppo tramite l'innovazione tecnologica hanno costituito la base delle principali scelte strategiche, orientando investimenti e risorse. Dai primi quadri elettrici si è passati agli umidificatori per centri di calcolo per poi proseguire lanciando sul mercato, a metà degli anni ottan-

ta, novità assoluta per l'epoca, i primi controlli elettronici guidati da microprocessori specificamente studiati per applicazioni legate al condizionamento commerciale e industriale.

Da lì in poi, la corsa ad innovare, anticipando i bisogni dei clienti, non si è mai fermata come non si è mai arrestata la ricerca di talenti che potessero sostenere un significativo tasso di crescita: nel corso degli ultimi 10 anni il numero dei dipendenti è più che raddoppiato con un'alta percentuale, tra il 10% e il 15%, di risorse espressamente dedicate alla Ricerca e Sviluppo in una pluralità di R&D centers sparsi per il mondo.

L'incessante ricerca verso l'eccellenza nell'innovazione si è poi riflessa nell'estensione della gamma di prodotti, gamma che oggi conta 14 piattaforme, alcune delle quali, come i recuperatori di calore, entrati nella *product line-up* grazie ad importanti acquisizioni effettuate negli ultimi 5 anni.

All'espansione dell'offerta si è accompagnata quella della presenza geografica del Gruppo, che ha fatto dell'internazionalizzazione una sua bandiera. Tra il 1990 e il 2000 sono state, infatti, aperte importanti filiali nei principali paesi europei (Germania, Francia, UK), mentre negli anni 2000, oltre alla presenza commerciale, è stata rafforzata anche la *footprint* produttiva con la costruzione di diversi impianti, tra cui quello cinese localizzato a Souzhou, nella provincia dello Jiangsu, e quello statunitense di Manheim in Pennsylvania. Ad oggi si contano 15 impianti produttivi in Europa, Asia e Americhe.

Da ultimo, un tassello particolarmente importante nel sostenere la crescita si è rivelata la quotazione in Borsa avvenuta nel 2018, che ha reso più strutturato il processo decisionale, ha incrementato l'attrattività di Carel sia in termini di *employer branding* che come possibile aggregatore in processi di M&A, e ha allontanato il rischio di autocompiaci-

mento per i risultati raggiunti mantenendo, invece, alta la tensione verso il miglioramento costante.

Innovazione, completamento dell'offerta ed espansione geografica sono state, quindi, le tre leve principali su cui l'azienda ha costruito il suo percorso di sviluppo, e che le hanno permesso di mantenere una sostanziale e ininterrotta crescita durante tutta la sua storia: tra il 2015 e il 2022 il tasso di crescita annuo composto (CAGR – *Compounded annual growth rate*) è stato pari circa al 15% in termini di crescita esterna, inclusivo del contributo derivante dall'M&A.

## Crescita interna e crescita esterna nella visione strategica di Carel

La crescita interna od organica si riferisce alla capacità di un'azienda di espandersi internamente, utilizzando le proprie risorse e competenze per incrementare il fatturato e consolidare la propria presenza sul mercato. Ciò può essere ottenuto attraverso lo sviluppo di nuovi prodotti o servizi, l'ingresso in nuovi mercati geografici o l'acquisizione di nuovi clienti. Questo approccio richiede tempo e risorse considerevoli, ma offre una serie di vantaggi: consente infatti all'organizzazione di mantenere un controllo diretto sulle operazioni e di preservare la propria cultura aziendale. Inoltre, non presenta sostanzialmente il rischio di integrazione e consente un apprendimento graduale dalle sfide incontrate lungo il percorso.

La crescita per linee esterne implica invece l'acquisizione di altre aziende o l'espansione tramite fusioni. Questo approccio offre l'opportunità di raggiungere una crescita rapida e significativa, permettendo all'azienda di accedere a nuovi mercati, clienti e competenze.

La crescita per linee esterne può essere una strategia efficace per acquisire risorse complementari e consolidare il proprio posizionamento di mercato. Tuttavia, comporta anche rischi e sfide, come l'integrazione di strutture organizzative difformi e la gestione delle culture aziendali diverse. Inoltre, l'acquisto di un'azienda può comportare un carico finanziario significativo, con la necessità di ottenere finanziamenti o diluire la proprietà.

Le due alternative sopra riportate presentano quindi vantaggi e svantaggi, e la scelta dipende da una serie di fattori, come la situazione del mercato, le risorse disponibili e la strategia a lungo termine. Tuttavia, è importante notare che il *trade-off* tra crescita organica e crescita per linee esterne non è una scelta esclusiva. Spesso, le aziende combinano entrambi gli approcci in modo strategico per massimizzare il valore per gli azionisti.

L'approccio di Carel al tema della crescita per linee esterne ha subito un'evoluzione profonda nel corso dei suoi cinquant'anni di storia.

Il nome dell'azienda, che originariamente era l'acronimo di Costruzione ARmadì Elettrici, è rivelatore del primo prodotto sviluppato agli inizi degli anni '70, appunto l'armadio elettrico o pannello elettrico. Nei decenni successivi, si sono aggiunte molteplici innovazioni sviluppate internamente che hanno rivoluzionato il mercato del condizionamento, tra cui spicca il primo controllo elettronico guidato da un microprocessore, espressamente ottimizzato per il settore di riferimento. L'estensione della gamma prodotti e il successo riscontrato sul mercato si sono accompagnati ad un progressivo ampliamento della clientela, servita prevalentemente in via diretta in un numero sempre crescente di paesi. Ciò ha comportato lo sviluppo di una fitta rete commerciale con le prime filiali tra cui Carel France, Carel

Deutschland, Carel UK. Proprio l'espansione geografica è stato uno degli elementi che, a partire dal 2010, ha spinto l'impresa a compiere le sue prime operazioni di M&A. La vendita dei prodotti Carel è il risultato di un cammino lungo e complesso e richiede una focalizzazione, un'esperienza e una competenza che solo un dipendente diretto può garantire. In diverse aree geografiche il Gruppo si è trovato perciò di fronte all'alternativa tra "make" e cioè ricercare, assumere, formare un proprio network di vendita, e "buy", ossia raggiungere il medesimo obiettivo tramite un processo di acquisizione. In quei casi in cui il Gruppo aveva già un rapporto strutturale e di lungo termine con un distributore sul territorio e qualora il distributore stesso fosse stato interessato a cedere il controllo, si è preferito seguire questa seconda strada. Questo è quanto avvenuto con Carel Thailand, con Carel Mexicana, Alfaco Poland ecc. In tal modo, la forza vendita già sufficientemente specializzata del distributore acquisito è passata sotto la gestione diretta del Gruppo con la possibilità, quindi, di focalizzarsi su specifici prodotti e strategie.

Con la quotazione, avvenuta nel 2018, la visione strategica legata all'M&A si è evoluta assumendo nuovi connotati. Carel, infatti, aveva raggiunto una dimensione e un'ampiezza di gamma tale da possedere le risorse e l'attrattività necessarie per concludere le sue prime vere e proprie transazioni industriali. Ciò ha comportato un'accelerazione del tasso di crescita del volume d'affari che sarebbe stato difficile se non impossibile raggiungere con sole iniziative di sviluppo organico. Tramite il closing di tre deal tra il 2018 e il 2022 (Recupator, Enginia, Klingenburg), per esempio, è stato possibile inserire nella gamma d'offerta una serie di prodotti espressamente dedicati alle centrali di trattamento dell'aria, il cui processo produt-



tivo eminentemente meccanico esulava parzialmente dall'*expertise* del Gruppo e il cui sviluppo interno avrebbe richiesto, quindi, un impegno particolarmente oneroso in termini di risorse e tempi. Considerazioni analoghe valevano, poi, per la creazione di contatti e relazioni commerciali.

Lo strumento della crescita per linee esterne è stato utilizzato non solo per integrare le referenze offerte, ma anche per accrescere la quota di mercato in aree che fino a quel momento non era stato possibile presidiare in maniera significativa. È stato questo il caso dell'acquisizione di Hygromatik, società con sede vicino ad Amburgo, *leader* nell'umidificazione nei paesi di lingua tedesca, avvenuta nel 2018. Il Gruppo aveva già incluso nella propria gamma gli umidificatori, ma il *deal* è stato fondamentale per acquisire velocemente una posizione di *leadership* in Germania e nei paesi limitrofi e per rafforzare il proprio posizionamento globale.

Concludendo, il costante successo dell'azienda nei suoi primi cinquant'anni di vita si basa su una corretta combinazione tra crescita organica e per linee esterne, tra il perseguimento di alternative "make" e "buy" attraverso analisi non aprioristiche e un processo di attenta valutazione delle opportunità e di cauto calcolo dei rischi per ognuna delle opzioni considerate.

## Il ruolo della quotazione in Borsa nel percorso di crescita di Carel

L'IPO di Carel è avvenuta a giugno del 2018, tuttavia l'idea di quotarsi risale a diversi anni prima ed è stata realizzata solo quando le dimensioni dell'azienda, il suo processo di internazionalizzazione e la sua maturità strategica sono sta-

te considerate adeguate dagli azionisti di riferimento.

L'opzione della quotazione è stata quindi esaminata e sviluppata per diverso tempo soppesando attentamente gli elementi positivi e negativi. Dopo cinque anni di Borsa possiamo confermare che i primi hanno decisamente superato i secondi e che anzi, in alcuni casi, ciò che si riteneva potesse essere un'inconvenienza in grado di sovraccaricare la struttura si è rivelata, invece, uno strumento importante di miglioramento. Vediamo in dettaglio quali sono stati i tratti della società che più si sono modificati dopo l'IPO.

**Processo decisionale.** Il cambiamento di *governance* post-quotazione è stato particolarmente significativo. Antecedentemente, infatti, il Consiglio di Amministrazione era formato dagli stessi soci fondatori e da alcuni manager del Gruppo, con una visione sostanzialmente unitaria e circoscritta al *business*. A partire dal 2017, invece, il CdA conta tre amministratori indipendenti su sette componenti, i quali sono anche i membri esclusivi dei comitati endoconsiliari (Comitato remunerazioni e Comitato controllo, rischi e sostenibilità) in grado di portare all'interno del processo decisionale un punto di vista, appunto, indipendente e spesso figlio di esperienze professionali diverse, evitando il fenomeno del cosiddetto *group-thinking*. A partire dal 2021, poi, uno degli amministratori indipendenti viene nominato dai soci di minoranza, attraverso il voto di lista, arricchendo ulteriormente e rendendo più strutturato tutto il processo decisionale. Un processo decisionale più ricco e strutturato porta ad una maggiore ponderazione delle scelte strategiche e ad una loro elaborazione più ampia e coerente con il *framework* strategico generale.

**Visibilità.** In un mercato estremamente competitivo, in cui l'innovazione costituisce un *driver* essenziale della cre-

sita, attrarre i migliori talenti e dotarsi di un capitale umano di qualità diventa fondamentale per poter proseguire nel proprio percorso di sviluppo. Una forte accelerazione verso la quotazione è stata proprio data dall'attesa di maggiore visibilità sul mercato del lavoro e in definitiva da un miglioramento dell'*employer branding* di Carel.

**Spinta verso l'eccellenza.** L'allargamento della compagine azionaria anche ai protagonisti del mercato dei capitali implica necessariamente una maggiore pressione verso le *performance*. Tale pressione può essere nociva, se basata principalmente sui risultati di breve termine (il cosiddetto *short-termism*) in quanto non permette di sviluppare dei progetti fondamentali ma con un *pay-back* magari di qualche anno, mentre risulta produttiva se ha come orizzonte il medio-lungo termine. Il Gruppo sin dall'IPO ha saputo costruirsi una base azionaria connotata da soci con una filosofia *long-term* che hanno espresso una sana tensione verso le prestazioni e l'eccellenza, impedendo all'azienda di cadere nella trappola dell'autocompiacimento.

**Sostenibilità.** Nell'evoluzione della strategia di perseguimento del successo sostenibile di cui parla anche il codice di *corporate governance* di Borsa Italiana, particolarmente importanti sono stati gli *unsolicited ESG rating* ai quali Carel è stata sottoposta a partire dal suo ingresso in Borsa. Tali valutazioni hanno, infatti, costituito un forte stimolo al miglioramento, dando utili indicazioni su quali fossero i principali obiettivi verso i quali orientare le risorse disponibili. Sono inoltre stati fondamentali per la definizione del primo piano pluriennale di sostenibilità pubblicato alla fine del 2021. Senza la quotazione gran parte dei *rating provider* che attualmente danno una valutazione (decisamente positiva) al profilo di sostenibilità di Carel non avrebbero preso in conside-

razione la società, la quale si troverebbe meno pronta ad affrontare le sfide del cambiamento climatico e della transizione energetica.

Non v'è dubbio che essere quotati abbia anche comportato un certo carico di lavoro aggiuntivo su tutta la struttura: si pensi agli obblighi di trasparenza, comunicazione, controllo interno ecc. È tuttavia pur vero che tali obblighi hanno spinto l'organizzazione ad essere più disciplinata nella sua gestione operativa e finanziaria ed allo stesso tempo ne hanno abbassato il profilo di rischio grazie ad un sistema di controllo esteso e profondo.

Il percorso iniziato, quindi, un decennio fa e concluso nel giugno 2018 ha aperto una nuova fase della vita della società che fino ad ora ha portato ottimi risultati su tutti i fronti. Tali risultati si sono poi riflessi sul valore del titolo: il prezzo di IPO è stato infatti 7,2 €, ed oggi l'azione Carel vale circa 4 volte di più.

## La gestione del processo di M&A in Carel

Come anticipato nelle sezioni precedenti, l'M&A rappresenta un elemento essenziale nello sviluppo e nella crescita della società. Tale attività si conforma ad una serie di linee guida strategiche le cui principali richiamano anzitutto un aspetto dimensionale: il processo di scouting si rivolge, infatti, a *deal* definiti "bolt-on", cioè a società *target* con una dimensione limitata rispetto al *business* di Carel ma fortemente attrattivi sul piano strategico e industriale. Da quest'ultimo punto di vista, sin dall'IPO, ci si è orientati alternativamente verso:

- 1) il complemento del *core business* con l'aggiunta di prodotti complementari;
- 2) l'espansione geografica principalmente in Europa e Stati Uniti;
- 3) l'ingresso in

segmenti di mercato adiacenti con una particolare attenzione verso il *business* dei servizi (digitali e *on-field*). I risultati di questa strategia sono stati particolarmente soddisfacenti negli ultimi cinque anni (Tabella 1).

Le fasi principali che accompagnano il processo di acquisizione sono solitamente quattro, ed a fini espositivi è più corretto affrontarle separatamente.

### Scouting, assessment ed engagement

All'interno dello schema adottato da Carel in ambito M&A le opzioni sul tavolo sono molto numerose anche perché il mercato del condizionamento e della refrigerazione è ampio, in costante crescita e sta vivendo una trasformazione molto veloce dettata principalmente dalla digitalizzazione diffusa e dalla legislazione a sostegno di soluzioni green. La prima fase del processo, quindi, consiste nella ricerca e scrematura delle opportunità presenti sul mercato.

L'attività di ricerca può essere svolta direttamente dal *team* interno oppure attraverso la consulenza di partner specializzati. Nel primo caso risultano essere particolarmente utili sia le fiere di settore sia l'esteso *network* di *marketing* e vendite del Gruppo che spesso segnala opportunità interessanti. Nel secondo caso, l'*advisor* può lavorare o su specifico incarico o in autonomia, presentando delle proposte.

I *deal* chiusi a partire dalla quotazione sono stati originati da una varietà di canali. Alcuni sono derivati da contatti che il *top management* aveva con specifiche aziende, ed è stato questo, per esempio il *background* dell'acquisizione di Recuperator (2018), realtà lombarda *leader* in Europa nello sviluppo di recuperatori di calore a piastre destinati principalmente alle centrali di trattamento dell'aria. Un altro caso simile riguarda la recente acquisizione di Kiona, azienda scan-

dinava specializzata nella fornitura di soluzioni *software* per l'efficientamento energetico degli edifici nei settori della refrigerazione e in quello commerciale e pubblico. In tale circostanza, i contatti tra Carel e l'azienda dalla quale è nata Kiona, IWMAC, risalgono già a metà degli anni 2010. La relazione creata tra le due realtà ha permesso a Carel di essere in prima linea sul deal nel momento in cui alcuni azionisti hanno deciso di cedere le loro quote. Diverso è invece il meccanismo che ha portato all'acquisizione di Senva, società statunitense basata in Oregon specializzata nel *design* e produzione di una vasta gamma di sensori principalmente legati ai settori del condizionamento e della ventilazione. In questo caso erano state date delle specifiche istruzioni ad un consulente del Gruppo al fine di ricercare una società con alcune caratteristiche e attiva nella sensoristica nell'area geografica di riferimento. La ricerca aveva dato esito positivo e, all'interno di un panel di proposte, era stata presa la decisione di procedere, appunto, con Senva. Infine, in alcune occasioni sono state le società successivamente acquisite, o i loro consulenti, a mettersi in contatto con Carel al fine di proporre la transazione e ciò è quello che è accaduto nel 2018 con Hygromatik, azienda che faceva parte del

---

**Il processo  
di scouting in Carel  
è focalizzato  
su società *target*  
con una dimensione  
non eccessiva ma  
fortemente attrattive  
sul piano strategico,  
industriale  
e tecnologico.**

Tabella 1

Acquisizioni industriali di Carel.

Anno	Società	Paese	Descrizione	Obiettivo
2018	Recuperator	Italia	Società attiva nel campo della progettazione, produzione e commercializzazione di scambiatori di calore "aria-aria".	Aggiunta prodotti complementari
2018	Hygromatik	Germania	Società attiva nel campo della progettazione, produzione e commercializzazione di umidificatori e accessori correlati, nell'ambito industriale, commerciale e del <i>wellness</i> .	Espansione geografica
2021	CFM	Turchia	Distributore e <i>partner</i> storico di Carel in Turchia nonché <i>provider</i> di servizi digitali e <i>on-field</i> e soluzioni complete ad alto valore aggiunto dedicate a OEM, <i>contractor</i> ed <i>end user</i> del mercato HVAC (Heating, Ventilation and Air conditioning) e refrigerazione turco.	Espansione geografica e consolidamento nei servizi digitali
2021	Enginia	Italia	Società attiva nel settore aeraulico nell'ambito della progettazione, produzione e commercializzazione di serrande e altri componenti plastici e metallici per unità di trattamento dell'aria.	Aggiunta prodotti complementari
2022	Arion	Italia	Joint venture tra Carel e Bridgeport S.p.A. nata nel 2015 con l'obiettivo di sviluppare la sensoristica espressamente dedicata ai settori del condizionamento e della refrigerazione.	Consolidamento nella sensoristica
2022	Sauber	Italia	Società attiva principalmente nel settore dei servizi <i>on-field</i> di installazione e assistenza di impianti di raffrescamento/umidificazione in edifici commerciali e residenziali, con un forte <i>focus</i> verso l'efficientamento energetico.	Consolidamento nei servizi <i>on-field</i>
2022	Klingenborg	Germania Polonia	<i>Leader</i> di una vasta gamma di prodotti utilizzati principalmente per il recupero del calore nei sistemi di ventilazione e per l'umidificazione, il raffrescamento adiabatico e la depurazione dell'aria.	Aggiunta prodotti complementari
2022	Senva	Stati Uniti	Società statunitense specializzata nel <i>design</i> e produzione di una vasta gamma di sensori principalmente legati ai settori del condizionamento e della ventilazione.	Aggiunta prodotti complementari
2023	Kiona	Norvegia	Società <i>leader</i> nella fornitura di soluzioni <i>Software as a Service</i> (SaaS) per l'ottimizzazione del consumo energetico e la digitalizzazione degli edifici nei settori della refrigerazione commerciale e industriale, nonché nei settori multi-residenziale, commerciale e pubblico.	Consolidamento nel settore servizi digitali

Gruppo Spirax Sarco attiva nel campo della progettazione, produzione e commercializzazione di umidificatori e accessori correlati, nell'ambito industriale, commerciale e del *wellness*. In ogni caso, a prescindere dall'origine, le proposte vengono vagliate dall'ufficio M&A insieme alla funzione finanziaria e si dà il via ad una vera e propria attività di *assessment*.

L'attività di *assessment* è volta a valutare il livello di compatibilità dei potenziali *target* con le caratteristiche ricercate. Tra queste ultime possono esserci le dimensioni in termini di fatturato e dipendenti, la ripartizione geografica del fatturato, gamma di prodotto, ecc. Per la valutazione viene utilizzata un'apposita *score card* e i pesi attribuiti ai diversi parametri cambiano in base allo scopo dell'acquisizione che di volta in volta può essere espansione geografica, estensione della gamma di prodotto, rafforzamento del core *business*, ecc.

L'*output* di questa fase è una *shortlist* di potenziali *target*, ordinati secondo un criterio di compatibilità. Tale elenco viene condiviso con il *top management* dell'azienda e si decide con quali società passare dalla fase di *assessment* a quella di *engagement*: i potenziali *target* vengono approcciati, in modo sequenziale e a scalare secondo il *ranking* definito, per valutare l'interesse a un'operazione straordinaria. Le modalità di approccio possono variare a seconda delle contingenze e delle eventuali relazioni già esistenti tra le società. L'approccio può essere effettuato direttamente da parte di Carel oppure attraverso un intermediario, in forma anonima o meno.

Il risultato dell'*engagement* è un'ulteriore scrematura dei potenziali *target* compatibili e a loro volta interessati a un'operazione straordinaria. In caso di esito positivo viene firmato un accordo di riservatezza reciproco con il potenziale *target*, al quale vengono chieste maggiori informazioni su temi

## Nell'esperienza di Carel risulta fondamentale il contributo delle risorse interne nel processo di *due diligence* date le specificità del *business* e le dinamiche del settore.

economico-finanziari, tecnici, di prodotto, commerciali e organizzativi. Da prassi la richiesta di queste informazioni è seguita da una visita presso la sede del *target*.

Viene fatta una valutazione preliminare del *target* sulla base delle informazioni economico-finanziarie disponibili. Il metodo più utilizzato è quello dei moltiplicatori sull'EBITDA, scelto in funzione di *benchmark* di mercato ottenuti da database pubblicamente disponibili (report di settore prodotti da società di consulenza, analisi dei valori delle società quotate) o, a pagamento, da siti di società specializzate. Anche il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF) può venire utilizzato a corroborare la valutazione fatta con il metodo dei moltiplicatori e per valutare l'impatto delle sinergie in caso di successo dell'operazione.

Le informazioni raccolte sul potenziale *target*, sulla sua valutazione e sulle possibili sinergie vengono presentate al Comitato Strategico (e in taluni casi al Consiglio di Amministrazione) che approva o meno la prosecuzione dell'operazione. In caso di approvazione, si entra nell'importante fase operativa del processo di acquisizione.

## Lettera di intenti e due diligenze

Il primo passo è la definizione e sottoscrizione di una lettera di intenti (LOI) nella quale vengono definiti con la controparte gli aspetti fondamentali e salienti del possibile *deal*. Tali aspetti tipicamente riguardano: oggetto e rationale dell'operazione, la sua struttura, il carattere vincolante o meno della stessa, la valorizzazione del *target* e criteri a supporto, condizioni per la realizzazione, tempistica, confidenzialità, eventuale esclusiva e gli altri elementi importanti da definire per l'operazione in corso.

Con riferimento all'esperienza specifica di Carel è utile sottolineare i seguenti aspetti: qualora la definizione dell'*enterprise value* venga nella LOI espressamente collegata ad uno o più parametri, se nella successiva fase di *due diligence* dovessero emergere elementi tali da impattare su tali parametri, ovviamente il valore ne risentirebbe. Altro aspetto significativo è quello relativo all'ottenimento di un periodo di esclusiva: infatti, potrebbe risultare molto frustrante vanificare l'importante sforzo interno ed i rilevanti costi derivanti dal processo di *due diligence*, qualora una potenziale operazione non andasse a buon fine in quanto un altro acquirente presenta un'offerta ritenuta più interessante all'ultimo momento.

Si procede, quindi, con l'attività di *due diligence* che, a seconda delle caratteristiche peculiari della *target*, si articola in: analisi del *business*, valutazioni di carattere legale e giuslavoristico, financial *due diligence*, analisi fiscale, assicurativa, valutazioni in ambito IT – *cyber security* e sulla sicurezza HSE.

Una decisione importante al fine dello svolgimento delle attività sopra descritte è la scelta di quali attività riservare al team interno e quali invece affidare a dei consulenti esterni. Spesso, in Carel

la *due diligence* di business viene svolta con risorse interne in quanto le specificità relative alla comprensione delle dinamiche del *business* e le possibili sinergie richiedono specifiche e profonde conoscenze del settore. Per le altre fasi, invece, ci si rivolge ad un team esterno in quanto il contenuto "tecnico" specifico delle attività oggetto di analisi è così rilevante che il supporto fornito da consulenti esterni può essere assolutamente soddisfacente.

Durante il periodo di *due diligence* è utile fissare incontri di allineamento periodici – spesso settimanali – che coinvolgono il *team* interno e i diversi consulenti, questo al fine di coordinare le varie attività nonché scambiare informazioni preziose per i diversi *stream* di lavoro.

Le attività sopra menzionate sono fondamentali per rispondere anche alle seguenti domande:

- È confermato l'interesse per la società *target*? Con maggiori informazioni a disposizione del *team* è possibile valutare meglio gli aspetti di attrattività della società *target* così come eventuali debolezze. Importante è anche capire eventuali sinergie esistenti tra acquirente e società acquisita.
- L'*enterprise value* è appropriato? A volte in sede di *due diligence* emergono delle differenze finanziarie che rideterminano i parametri utilizzati come base per la determinazione dell'*enterprise value*. A questo punto va deciso, ed eventualmente negoziato, un diverso valore del *deal*.
- Che elementi vanno considerati per determinare l'*equity value*? Sembra un processo banale ed a volte puramente tecnico ma spesso differenze di *business*, elementi relativi alla stagionalità, specifiche pratiche commerciali possono determinare una quantificazione diversa per la determinazione in oggetto. Il processo di *due diligence* deve permettere l'a-

deguata valorizzazione anche di tali elementi.

- Sono stati individuati dei rischi specifici che impattano nella valorizzazione della *target*? Questo è un aspetto spesso rilevante di tali progetti; sovente, infatti, le imprese potenzialmente acquisibili sono società che hanno una condotta e delle pratiche operative diverse rispetto allo *standard* della società acquirente. Determinate condotte potrebbero comportare dei rischi con manifestazione finanziaria post *closing*. Questi rischi vanno individuati, se possibile quantificati e sicuramente ne va accordata la gestione.
- Esistono altri rischi da considerare pre-*signing* ovvero tra *signing* e *closing* o in altri momenti? Alcuni rischi ovvero condotte diverse rispetto allo *standard* dell'acquirente potrebbero trovare una soluzione di breve termine. In questi casi si può definire una risoluzione degli stessi addirittura pre-*signing* o tra *signing* e *closing* se previsto questo duplice passaggio. A valle di un risultato positivo della *due diligence* si procede con la definizione contrattuale dell'operazione.

## Definizione contrattuale dell'operazione

Per la definizione dello SPA (Share and Purchase Agreement – ma potrebbe anche avere una diversa forma giuridica) in Carel ci si rivolge sempre a qualificati consulenti esterni. La complessità, anche di coordinamento tra normative diverse, è così elevata e specifica che si ritiene fondamentale tale supporto.

La complessità aumenta ulteriormente qualora sia prevista una qualche forma di coinvolgimento della parte venditrice anche nel periodo post-*closing*. Tale coinvolgimento potrebbe concretizzarsi in: accordi di *earn-out*, acquisti di azio-

ni in più *tranches*, accordi di reinvestimento, ecc. In tali situazioni gli accordi devono definire sia la quantificazione della seconda parte del *deal* sia la *governance* del periodo. La parte minoritaria, infatti, spesso richiede di poter influire su alcune decisioni strategiche della entità dopo il cambio di controllo. La fase di contrattualizzazione deve sintetizzare e regolare tutti gli aspetti salienti di quanto discusso ed emerso in tutte le fasi, e prevedere la gestione di fatti noti ed anche non noti. In questa fase l'esperienza del *team* interno ed esterno è fondamentale.

Una volta terminato il *closing* inizia la fase di "nuova" gestione della società.

## Gestione della società *target* e integrazione

In Carel non esiste uno "schema fisso" per l'integrazione e l'inclusione della società all'interno del Gruppo ma sicuramente sono presenti degli elementi fondamentali che vanno realizzati in ogni operazione:

- Nomina dei nuovi organi di governo societario: qualora il Gruppo ottenga il controllo del target, si nomina la maggioranza del Consiglio di Amministrazione cercando di rappresentare le diverse "anime" coinvolte. Infatti, alcuni amministratori vengono scelti per le competenze di carattere "corporate" altri con spiccate competenze "business" in modo da creare il giusto bilanciamento. In questa fase vanno definiti anche i poteri da assegnare ai diversi soggetti impegnati nella gestione.
- Integrazione finanziaria: non è una scelta, ma un obbligo per chi redige il bilancio in aderenza ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS); in questi casi i dati vanno consolidati dal momento in cui si ottiene il controllo. Spesso è la prima funzio-

ne interna aziendale ad intervenire, in particolare se si è in prossimità di una chiusura trimestrale. Come sempre, si tratta di un impegno ma anche un'opportunità in quanto da subito i dati finanziari fanno parte dello stesso Gruppo.

- **Integrazione di informazioni gestionali.** In questo caso il focus non è nell'implementazione di sistemi informativi comuni, che potrebbe richiedere molto tempo, ma ci si concentra sulle informazioni che sono necessarie. I sistemi moderni consentono di "consolidare" tali informazioni anche se originati da ERP diversi. Le fasi sopra menzionate sono tendenzialmente rapide e richiedono al massimo qualche mese per la piena operati-

vità.

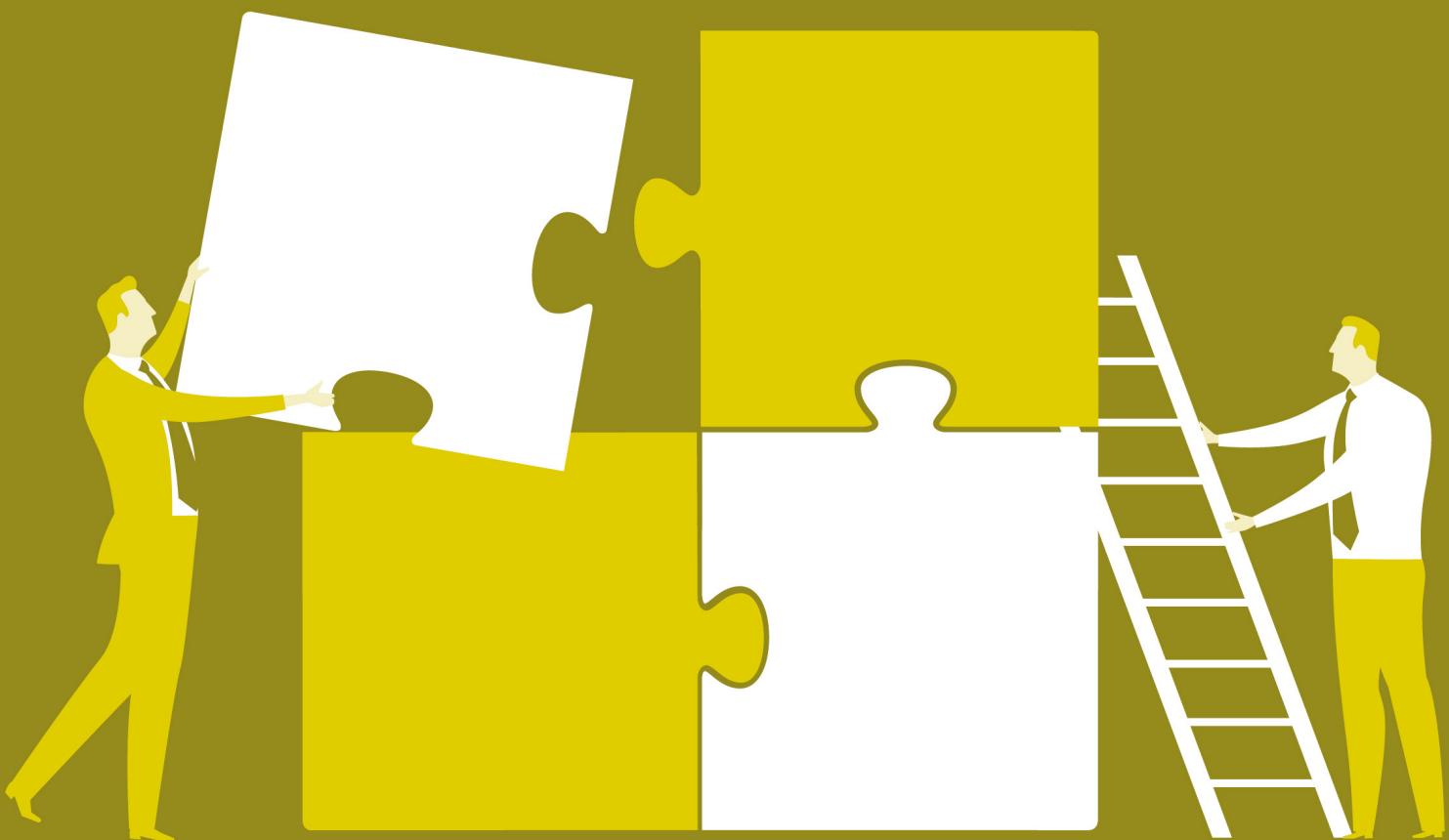
Anche la fase di integrazione del business è una fase che inizia dal primo giorno ma ha delle regole meno fisse, ogni *deal* ha le sue peculiarità e in non rari casi i risultati di alcune azioni possono avere un orizzonte temporale di lungo termine.

Gli ambiti di progetto sono spesso molteplici: generalmente sono piuttosto rapidi i benefici derivanti dalla gestione comune di fornitori; con maggiori volumi e con l'estensione di programmi di Gruppo alle nuove acquisite spesso si ottengono buoni e rapidi risultati. Una gestione comune delle operations può condurre a pratiche più efficienti e, dal lato commerciale, pratiche di *cross-selling* e *up-selling* possono generare im-

portanti opportunità. Tali opportunità non sono sfruttabili applicando uno schema necessariamente fisso, in Carel riteniamo vincente determinare delle milestones comuni a tutti i deal e sfruttare in modo flessibile opportunità di business.

## Requisiti ESG nella scelta dell'azienda target

La storia della sostenibilità in Carel è lunga 50 anni e nasce con essa nel 1973. Nel corso del tempo si sono evolute le tecnologie, le esigenze, le sensibilità, ed anche gli obiettivi e i mezzi per raggiungerli, e oggi, ancora più di ieri, le linee guida strategiche del Gruppo sono sempre più integrate in una



visione sostenibile del successo, come dimostra l'adesione, nel luglio 2022 al Global Compact delle Nazioni Unite, un'iniziativa che persegue l'applicazione di dieci principi universali relativi ai diritti umani, al lavoro, all'ambiente e alla lotta alla corruzione ai quali Carel conforma la propria attività. L'impegno verso uno sviluppo che tenga conto anche della salvaguardia dell'ambiente e delle tematiche sociali è stato riconosciuto da diverse società di rating ESG (*Environmental Social Governance*), sostanzialmente tutti migliorati nel corso del 2022.

Infatti, dopo aver ulteriormente incrementato il punteggio assegnato da MSCI, ottenendo "AA" (che pone Carel nella categoria "Leader", cioè la categoria di quelle società che, nel proprio settore, gestiscono meglio i rischi e le opportunità relative all'ESG) ed aver ricevuto la medaglia d'argento da parte di Ecovadis (il maggior fornitore di rating di sostenibilità a livello mondiale con circa 100 mila aziende valutate), il Gruppo ha visto riconosciuti i propri sforzi nella lotta al cambiamento climatico anche da parte di CDP (Carbon Disclosure Project). L'organizzazione globale *non-profit* che monitora, tra l'altro, le performance aziendali nella lotta al cambiamento climatico, ha migliorato il proprio giudizio su Carel assegnandole un punteggio "B -" (nel 2021 il giudizio era stato "C") e inserendola nella categoria "*Management*" cioè all'interno di quel panel di aziende che lavorano per gestire il proprio impatto sull'ambiente. Un profilo di sostenibilità così robusto, non poteva che riflettersi anche nel processo di valutazione delle aziende target. La *due diligence*, infatti, non si concentra su elementi esclusivamente legali, finanziari e informatici ma allarga il suo spettro verso i classici fattori che vengono indicati col termine ESG. Riguardo all'impatto ambientale, da sempre il Gruppo ha fatto dell'efficien-

za energetica e più in generale della sostenibilità ambientale una delle sue ragioni d'essere. Proprio per questo, oggi, circa il 60% dei suoi ricavi possono essere considerati "green" sulla base della tassonomia europea. Da tali premesse deriva una forte attenzione alle *performance* ambientali della possibile organizzazione da acquisire. Tali *performance* vengono esaminate da due punti di vista differenti: il primo è la capacità dei prodotti dell'azienda target di portare un concreto beneficio all'ambiente (principalmente attraverso il risparmio energetico e la possibilità di utilizzare gas refrigeranti meno dannosi per l'atmosfera); il secondo è invece l'adozione di regole di gestione del business che non presentino gravi criticità o rischi ambientali.

La componente sociale rappresenta gli impatti che le attività di un'azienda hanno sulle persone, le comunità e la società nel suo complesso. Carel si è dotata di un *framework* regolamentare particolarmente stringente al fine di gestire al meglio tali impatti, quadro che si basa sul suo codice etico, sulla *policy* interna relativa al rispetto dei diritti umani e su quella contro le discriminazioni. Tale *framework* è applicato ad una serie di soggetti tra cui tutte le controllate del Gruppo, ragion per cui nel momento della valutazione di una azienda oggetto di possibile acquisizione vengono presi in considerazione, oltre agli aspetti legali, anche quelli relativi al rispetto delle regole interne al Gruppo.

Infine, una *governance* solida è fondamentale per il successo di qualsiasi operazione di M&A essendo spesso sinonimo di efficacia dei sistemi di gestione e di controllo interni dell'azienda target. Ciò rende più semplice l'identificazione di potenziali rischi di *compliance* e reputazionali.

Da quanto sopra risulta chiara la sempre maggiore centralità degli aspetti ESG nell'attività di *due diligence* portata

avanti da Carel e prodromica al *closing* di qualsiasi operazione di acquisizione: considerare l'impatto ambientale, sociale e di *governance* può contribuire a migliorare l'efficienza operativa, la reputazione aziendale, l'accesso a nuovi mercati e investitori e la creazione di valore sostenibile, ponendo l'azienda in posizione di assoluto vantaggio nel contesto di un mercato sempre più complesso e sfidante.

## Conclusioni

Il percorso di crescita illustrato è espressione della resilienza del modello di *business* di Carel, sempre più proiettata in un significativo processo di internazionalizzazione e di allargamento a nicchie di mercato adiacenti, anche grazie alle II operazioni di M&A compiute a partire dalla quotazione in Borsa.

L'innovazione tecnologica sarà ancora più al centro della strategia di sviluppo, volta a cogliere le opportunità legate alla crescente digitalizzazione in combinazione con l'evoluzione dal prodotto al servizio (*digital servitization*) che contraddistingue il settore. Una strategia che è supportata in modo determinante anche da mirate acquisizioni aziendali. L'esempio più lampante è l'acquisizione della società norvegese Kiona (l'ultima acquisizione effettuata nel 2023) coerentemente con la strategia del Gruppo volta a rafforzare il proprio posizionamento nel settore dei servizi digitali orientati all'efficientamento energetico.



INTERVISTA A MARTA TESTI / FRANCESCO GATTO

# Una cultura per la crescita: l'esperienza e l'osservatorio di ELITE

**L'esperienza di ELITE, nel suo obiettivo di supportare le aziende nel trasformare la propria visione in piani strategici di crescita, si fonda su due pilastri. Prima di tutto è fondamentale avere una strategia e aver chiara la rotta da seguire. La finanza, comprese le diverse opportunità che offre il mercato dei capitali, rappresenta un possibile strumento a supporto della pianificazione strategica.**

**U**na delle esperienze più fertili nel creare consapevolezza e cultura sui temi della crescita nel tessuto imprenditoriale a livello italiano ed europeo, è senz'altro ELITE, un innovativo progetto lanciato nel 2012 da Borsa Italiana. Un progetto che, nel corso degli anni, si è ulteriormente consolidato e che oggi, essendo parte del gruppo internazionale Euronext (che nel 2021 ha acquisito Borsa Italiana), ha assunto un respiro e una dimensione e presenza europea e paneuropea. Per condividere il punto di vista dell'osservatorio ELITE su quelli che sono gli approcci alla crescita e il ricorso a operazioni di M&A, e per approfondire le logiche che hanno ispirato l'esperienza di ELITE e il valore aggiunto del progetto in termini di spinta allo sviluppo, abbiamo intervistato Marta Testi, CEO di ELITE. Marta vanta una significativa esperienza in Borsa Italiana, è stata tra i fondatori di ELITE nel 2012 e quando è stata costituita come società nel 2016, ne ha assunto la responsabilità per l'Italia e l'Europa fino a ricoprire il ruolo di Amministratore Delegato.

## Gli ingredienti della crescita aziendale

**Il primo punto di riflessione che ti poniamo Marta è quello di condividere, in base all'osservatorio nazionale e internazionale di ELITE, gli elementi e i requisiti fondamentali per affrontare con successo un percorso di crescita e di sviluppo dimensionale.**

Il tema della propensione alla crescita, con le sue diverse sfaccettature, costituisce un comune denominatore delle aziende aderenti ad ELITE. Un numero rilevante di esse utilizza convintamente la crescita per linee esterne anche per le specificità competitive legate al proprio settore e al proprio *business*. Molte di queste esperienze di crescita sono collegate a una *forma mentis* aperta da parte della figura del titolare, l'imprenditore, che spesso è anche un imprenditore familiare. Quando parlo di mentalità aperta non pongo l'accento sul fatto che l'impresa possa già aver utilizzato alcuni strumenti di finanza innovativa o realizzato determinate operazioni; ma piuttosto alla capacità dell'imprenditore di ascoltare e di porsi nella logica di una sorta di *continuous learning*. Il tema dell'apprendimento continuo è importante e determinante non solamente per i *manager*, ma anche per l'imprenditore, il che non è così scontato.

Altro aspetto cruciale è la capacità di pianificazione, in particolare di pianificazione strategica. È questo il motivo per cui il percorso di accompagnamento promosso da ELITE parte proprio dal tema della strategia. Perché il focus sulla strategia? Perché la crescita a doppia cifra e in generale la crescita continua nel tempo deve essere pianificata e programmata con attenzione. Per cui capacità di ascolto da un lato, ma anche sempre più capacità di pianificazione. Entrambi sono elementi che riscon-

triamo in modo decisamente superiore rispetto a qualche tempo fa, anche perché la complessità del contesto in cui le aziende operano impone una maggiore capacità predittiva e previsionale: quindi, pianificare in via preventiva alcune possibili dinamiche di sviluppo (anche tramite acquisizioni) avendo sempre le antenne accese su quello che succede (o potrebbe accadere) nel contesto di settore e di *business* in cui le aziende operano.

Un altro elemento, anche questo molto importante, è rappresentato dal tema della managerializzazione delle aziende. La nostra esperienza ci induce a sostenere che quanto più le aziende iniziano ad ingaggiare *manager* esterni, in sintonia con gli obiettivi e le logiche dell'azionista, tanto più sono in grado di acquisire alcune specifiche competenze che si rivelano determinanti per affrontare i percorsi di crescita. Le operazioni di M&A ne sono un esempio: la crescita tramite fusione e acquisizione è sicuramente uno "strumento" potente, però bisogna conoscerlo e saperlo usare, occorre saperlo implementare e adattare al DNA della propria azienda. Trovare la giusta azienda *target* e pagare un prezzo congruo sono elementi sicuramente

importanti, ma la sfida fondamentale è saper integrare e ottenere le sinergie che ci si aspetta. Tutto ciò non è assolutamente automatico, è un processo che deve essere molto ben pianificato e strutturato.

Tra i macro-ingredienti non posso non includere il tema della *governance*. Chiaramente un'azienda in crescita è un'impresa che deve anche adattare i propri processi e i propri strumenti di controllo in modo adeguato. Un'azienda che cresce in modo significativo, anche tramite acquisizioni, deve poi essere in grado di declinare o riadattare la propria *governance*. Per me *governance* vuol dire anche organizzazione aziendale, processi decisionali, allineamento e coordinamento tra proprietà e *management*; man mano che la complessità aziendale aumenta, logicamente gli strumenti di *governance* devono evolvere e devono divenire più sofisticati.

**Con riferimento al tema in questione riscontrate approcci o percorsi diversi nei differenti paesi in cui operate? Quanto possono incidere le diverse storie e culture nazionali nelle traiettorie di crescita? Ci interessa molto il vostro punto di vista su questo aspetto, anche in ottica di confronto con l'esperienza italiana che, in materia di apertura al mercato dei capitali, vede ampi margini di sviluppo.**

Ad oggi ELITE opera in diversi Paesi dell'Europa continentale. In particolare, Portogallo, Francia e Olanda, ossia i paesi dove abbiamo maturato una maggiore esperienza, presentano similitudini e differenze. Stiamo sempre parlando di piccole e medie imprese europee, per cui in qualche modo ci sono numerosi elementi comuni. Tuttavia, ciascuna di queste aree ha caratteristiche peculiari e distintive.

Ad esempio, se consideriamo il mercato francese, quello che è stato fatto a livello

---

**L'osservatorio di ELITE conferma l'importanza dell'investimento in cultura manageriale, sostenuto anche dall'ingaggio di manager esterni a supporto della proprietà, per acquisire le competenze necessarie nei percorsi di crescita.**

di politica economica nazionale nel creare condizioni favorevoli a un contesto finanziario evoluto con il ricorso a strumenti che possono essere complementari o alternativi al debito tradizionale (il segmento del *private equity* prima ancora di arrivare alla quotazione in borsa), ha portato a una nuova e più aperta cultura nelle aziende, non solo in quelle di nuova generazione, ma anche in quelle più tradizionali; la conseguenza è che il numero di attori presenti nel segmento del “capitale per lo sviluppo” sul mercato francese è molto più grande se paragonato al mercato italiano, e che il livello di allineamento e consapevolezza della cultura imprenditoriale su questi percorsi e strumenti è decisamente accelerato e maturo.

Diversa la situazione dell’Olanda, dove il mercato, almeno dal punto di vista borsistico, risulta il più aperto alle società internazionali, ma in cui le imprese private non decidono facilmente di aprire il proprio capitale, anche per finanziare progetti di M&A. Una sorta di paradosso, quindi, peculiare di questo paese. Infine, il Portogallo è un paese che, grazie ai forti investimenti esteri, ha continuato negli anni ad essere attivo, il che ha costituito una spinta per la crescita tanto che, in termini relativi, è uno dei paesi cresciuto di più in Europa nella fase post-pandemica.

Quindi, in sintesi, sicuramente la proiezione verso la crescita è un dato comune ai tre paesi; come tale proiezione si declina nel concreto è invece legato ad alcune specificità nazionali.

**Focalizziamoci sul tema della governance, che assume una grande rilevanza nei processi di sviluppo orientati alla crescita. Affrontare infatti un percorso di crescita senza dotarsi di una solida governance, di adeguati assetti organizzativi e societari, di efficaci sistemi di controllo (coerenti con le caratteristiche del**

**business), rischia di vanificare gli obiettivi auspicati di un piano di sviluppo. Qual è il vostro punto di vista rispetto alla diffusione della cultura della governance? Come viene percepita e vissuta la governance in azienda?**

Il tema della *governance* è per noi fondamentale tanto che ci ha indotto a creare da tempo un *framework* di *corporate governance* per le aziende del circuito ELITE. Il nostro osservatorio segnala che, rispetto al grado di maturità nell’implementazione della *governance*, sono ancora numerose le realtà poco strutturate e con una gestione dei processi appena abbozzata. Proprio per stimolare una maggiore sensibilità su tali tematiche, nel 2019 abbiamo definito assieme ad alcuni esperti, e con la validazione di alcune aziende aderenti ad ELITE, un *framework* orientativo. Chiarisco subito che il *framework* non può e non vuole essere né una guida, né un codice. Per quale motivo? Perché parole simili non collimano con il *mindset* del nostro imprenditore, non funzionano. Al contrario abbiamo definito, senza alcun obbligo di utilizzo, una sorta di cornice dove in sette punti vengono riassunti quelli che dovrebbero essere in azienda le prime riflessioni, le prime tipologie di analisi da sviluppare per fissare i “pilastri” di una buona *governance*; solo per fare alcuni esempi, per capire quale sia la differenza tra ruoli e compiti dell’azionista e del *manager*, del socio azionista e del socio operativo o ancora per definire i requisiti minimi che un buon modello di *governance* dovrebbe possedere tenendo presente che un giusto livello di strutturazione è anche connesso alla storia, alla cultura e alla dimensione dell’azienda. Abbiamo inoltre evidenziato nella nostra cornice l’importanza del ruolo del consiglio di amministrazione proprio per quella logica di ascolto a cui prima si è accennato: avere nella stanza dei bottoni figure

con solide conoscenze, complementari rispetto alle competenze della famiglia imprenditoriale, rappresenta una grande occasione di confronto e ascolto per l’imprenditore. E in questo senso già nel 2019 abbiamo tracciato una rotta per sviluppare una maggiore attenzione e sensibilità alle tematiche del cosiddetto fattore “G” in linea con quelle che sono ora le linee guida ESG. In coerenza con questa nostra visione, inoltre, ogni anno realizziamo una *survey* per rilevare lo stato dell’arte e capire la reale diffusione del *framework* e i benefici che ne traggono le aziende.

## L’apertura al mercato dei capitali

**Ti propongo ora una riflessione su quello che può essere il collegamento logico tra una strategia e un percorso di crescita (in particolare per linee esterne) e l’apertura al mercato dei capitali nelle sue varie forme. In altri termini, cosa può offrire l’apertura al mercato dei capitali per orientare e supportare le strategie di crescita e di sviluppo? E quali possono essere gli errori da evitare nell’approccio a tali strumenti?**

Parto dal presupposto che, per quella che è la nostra posizione, la finanza è da vedere sempre al servizio della crescita e non viceversa. Tutto quello che noi raccontiamo agli imprenditori è il fatto che serve innanzitutto avere chiara la strategia, avere un’idea ben precisa di dove conduce il proprio orientamento strategico, chiaramente con tutti gli aggiustamenti del caso, in funzione dell’evoluzione dello scenario e del contesto aziendale. La finanza è semplicemente uno strumento a supporto della pianificazione e attuazione della strategia.

All’interno delle pianificazioni strategiche delle aziende aderenti al circuito ELITE, un elemento importante e

ben presente è costituito dalla crescita inorganica, quindi tramite acquisizioni. In tali casi è ovvio che bisogna capire quale possa essere la necessità di finanza per poter mettere in pratica i piani strategici ipotizzati. Di fatto, il principale collegamento che vediamo tra una strategia di M&A ben pensata, e attuata, e il mercato dei capitali (sia che siano privati o pubblici, strumenti di debito o *equity*) risiede proprio nella capacità che ha il mercato dei capitali di fornire quella finanza integrativa e necessaria per lo sviluppo. Una finanza quindi da vedere come aggiuntiva e complementare rispetto alle risorse di cui l'azienda già dispone oppure che è in grado di reperire attraverso il canale bancario. Non si può infatti pensare di poter finanziare progetti di M&A solamente con il patrimonio proprio, anche se magari molto ampio, oppure solo con il finanziamento bancario. Usando una metafora, è come se si volesse affrontare una maratona senza un'adeguata preparazione e senza la giusta attrezzatura!

Molto spesso la finalità ultima dell'utilizzo di strumenti "evoluti" o "alternativi", dal *private equity* al *private debt* per arrivare alla quotazione, in un continuum di opzioni disponibili, è quasi sempre legata alla necessità di finanziare la crescita per linee esterne. È ovvio che a seconda di quelli che sono gli investimenti e i fabbisogni finanziari per l'acquisizione dell'impresa target o di quello che è il progetto appunto di crescita inorganica, alcuni strumenti possono essere più adatti di altri. Ci sono magari strumenti che possono essere utilizzati all'inizio di un percorso di sviluppo ma che poi devono essere forzatamente integrati da altri. In tal senso, il suggerimento che forniamo sempre all'azienda è quello di vedere tutti gli strumenti in un continuum tra debito ed *equity*, tra il privato e il pubblico. I singoli prodotti, come se fossero tutti in un ideale scaf-

fale, vanno conosciuti e vanno compresi nelle loro dinamiche di applicazione per capire se e quando possono essere adatti e funzionali alle specifiche necessità dell'azienda.

Circa un terzo delle aziende che sono entrate in ELITE, fin dall'origine del progetto, hanno realizzato operazioni e interventi nel campo del *corporate finance*. In assoluto, la parte preponderante di queste tipologie di attività è legata proprio al segmento di M&A. Possiamo quindi affermare che, mediamente, le aziende ELITE si dimostrano molto attive nel segmento di M&A, in primo luogo nella prospettiva acquisitiva ma anche (sia pure in misura minore) nella prospettiva venditrice (come, ad esempio, nei casi di aziende che, non avendo trovato la forza o la capacità di traghettare l'organizzazione verso la nuova generazione, hanno optato per la scelta della vendita). Nella gran parte dei casi, stiamo quindi parlando di operazioni di acquisizione; per avere un numero indicativo, circa 500 società ELITE hanno completato quasi 1500 deal di M&A. Sono numeri significativi che testimoniano come stia maturando la consapevolezza sia della necessità di dover crescere per evitare di uscire dal mercato, sia dell'opportunità di svilupparsi con logiche veloci, efficaci e strutturate attraverso il ricorso ad operazioni di M&A.

Almeno in diversi casi, il tema dell'apertura del capitale o della quotazione è stato visto come un passaggio fondamentale di organizzazione e disciplina, nel creare quel substrato manageriale che poi ha consentito di affrontare i processi di cambiamento.

Logicamente le aziende sono tendenzialmente già abituate e pronte a gestire forme di finanza tradizionale. Le imprese più evolute e che decidono di confrontarsi con il mercato dei capitali, arrivando anche alla quotazione, vivono esperienze che di fatto fanno cambiare

pelle alla società, e questa trasformazione fa sì che le conoscenze e le competenze acquisite per gestire tali processi logicamente sono un *know-how* che può essere da volano e miglioramento per una migliore organizzazione gestionale e per sostenere gli ulteriori percorsi di sviluppo. Vado nel concreto con un esempio sul tema della reportistica. Una società che, come primo possibile passo sul mercato dei capitali dovesse emettere debito strutturato, deve iniziare ad avere una struttura ben organizzata di *report* (e conseguentemente un adeguato sistema di controllo di gestione o di *budget* finanziario) che, pur non avendo la completezza e l'ampiezza della reportistica trimestrale o mensile di una società quotata, deve comunque ben rendicontare come l'impresa abbia utilizzato e con quali finalità i proventi dell'emissione dei titoli di debito.

E chiaramente questo fa evolvere la *forma mentis* all'interno dell'azienda, anche con riferimento alla visione dell'area finanziaria. Ragionare in termini di logiche di scelte di struttura finanziaria, di pianificazione finanziaria più strutturata, porta poi a vedere la finanza in azienda come una funzione strategica, superando una visione di mero supporto all'ordinaria amministrazione. Il ruolo della finanza diventa in questi casi più forte e chiaro e pertanto assume una netta centralità il ruolo del CFO. Entro il quadro delineato, la quotazione rappresenta una sorta di metamorfosi: richiede molto impegno, nuove strutture, apertura al cambiamento, e genera un salto di qualità importante nell'organizzazione societaria.

## L'ecosistema ELITE

**Arriviamo a parlare più in dettaglio del progetto ELITE. Qual è stata la genesi di questo progetto?**

ELITE come idea è nata nel 2011, in uno

dei periodi peggiori dal punto di vista del contesto macroeconomico. È stato l'anno in cui l'effetto della crisi finanziaria e del famoso *credit crunch* ha avuto serie ripercussioni nell'economia reale, generando per non poche aziende indisponibilità di credito per poterne finanziare la crescita.

E non è un caso che un progetto innovativo come ELITE abbia avuto inizio in un periodo di crisi. Sono infatti spesso questi i contesti in cui ci si ferma a pensare, riflettere e a valutare il ruolo che si può giocare a favore del tessuto economico e imprenditoriale. Nell'ambito di Borsa Italiana, in cui nasce il progetto, abbiamo pensato di cambiare il nostro approccio nel rapportarci alle imprese, avvicinandoci ai loro problemi e alle loro esigenze. Essendo la Borsa percepita quasi come un'istituzione a livello del mercato italiano, abbiamo una posizione privilegiata di relazioni con tantissimi soggetti che ruotano attorno a questa istituzione (imprenditori, *advisor*, professionisti, ricercatori ecc.). Tutto questo è sempre stato un patrimonio di Borsa Italiana, ma quasi mai messo realmente a disposizione delle aziende. Elite è nata proprio per iniziare a trasferire valore e creare cultura e non per spingere a favore di uno o più prodotti specifici.

Mettere al servizio delle aziende il valore del nostro capitale relazionale ha significato anche offrire alle aziende un altro importante *asset* che è quello delle competenze e delle conoscenze. Perché, se è vero che sono necessarie le relazioni e i contatti giusti per poter trasformare progetti e idee, è altrettanto vero che sono indispensabili determinate competenze verticali e abilità *soft* per una *leadership* nuova. E abbiamo logicamente aggiunto un capitale di conoscenze finanziarie in quanto, facendo parte di un'istituzione come Borsa, illustrare e spiegare quali sono gli strumenti di finanza a supporto delle azien-

de ci è congeniale e fa in qualche modo parte della nostra missione.

Tutto questo ha creato molto dinamismo, confermato da diversi numeri. Se pensiamo, infatti, che le società ad oggi quotate in Italia sono circa 430 e che in 11 anni di storia le società entrate in ELITE, sempre in Italia, sono state poco più di 1.300, probabilmente abbiamo interpretato al meglio quella che era ed è un'esigenza delle aziende.

**Per quali ragioni le aziende decidono di entrare in ELITE? Quali sono le motivazioni che spingono le imprese a valutare un simile percorso?**

Le aziende entrano in ELITE per diversi motivi. Io dico sempre che se dovessimo chiedere a ciascuna azienda le proprie ragioni e motivazioni avremmo quasi certamente tante risposte diverse quante sono le imprese del nostro ecosistema. In ogni caso, possiamo individuare quattro macro motivi:

- supporto al cambiamento: le aziende entrano in ELITE per avere una sorta di supporto e di stimolo a quel cambiamento culturale che può essere orientato verso la managerializzazione piuttosto che verso il passaggio generazionale;
- visibilità: ci sono tantissime realtà a livello sia italiano che paneuropeo perfettamente sconosciute al grande pubblico, ed è come se fossero già in qualche modo posizionate in una scala di eccellenza anche per il solo fatto di aver iniziato questo percorso. Non a caso, non avremmo chiamato ELITE questo nuovo progetto se non ci fosse anche un obiettivo di visibilità e immagine e se non lo avessimo concepito come un ecosistema con un filtro all'ingresso;
- networking: un altro motivo è sicuramente legato al tema delle relazioni. La possibilità di attivare le relazioni e il confronto, l'apertura e il dialogo con aziende simili costituisce una for-

te spinta per aderire ad ELITE;

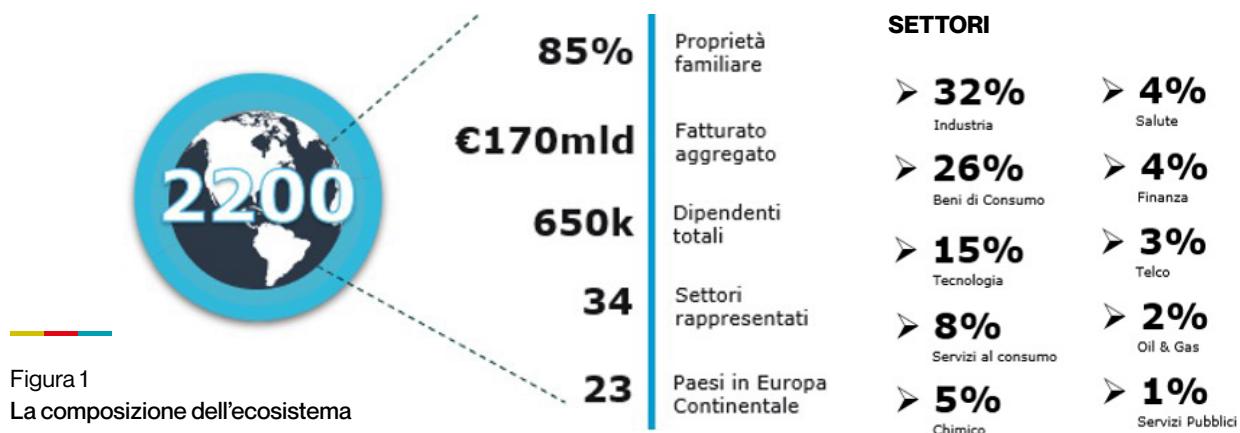
- accesso a nuova liquidità e a una nuova finanza: se l'obiettivo ultimo dell'azienda è quello di svilupparsi, per crescere servono capitali. All'interno dell'azienda i capitali possono essere già presenti, però se si vuole crescere in modo significativo e giocare un ruolo di primo piano nella competizione globale, è inevitabile che si debbano fare delle riflessioni in merito a quale forma di finanza possa effettivamente sostenere lo sforzo della crescita.

**E qual è ad oggi un bilancio di questa esperienza? Ci puoi fornire alcuni dati che possano far comprendere la portata del progetto?**

Nel complesso sono 2200 le aziende nel mondo che sono entrate in ELITE ad oggi (Figura 1). L'elemento interessante è che l'85% di queste aziende sono imprese familiari, anche se si tratta di un dato "obbligato" visto che il nostro terreno elettorale di operatività è l'Italia e l'Europa continentale. Aggregano più di € 170 miliardi di fatturato e danno da lavorare a più di 650 mila dipendenti, per cui possiamo senz'altro affermare che il nostro impegno per supportare e aiutare le aziende ELITE ha poi una ripercussione e un impatto fondamentale sull'economia reale.

I settori rappresentati sono praticamente tutti facendo riferimento alla classificazione usata per le aziende quotate: in totale sono 34 i settori rappresentati. Riguardo al nostro portafoglio-paesi, oltre all'Italia, che concentra più della metà delle aziende ELITE, siamo attivi in altri 23 paesi, un'espansione favorita dall'ingresso in Euronext.

Voglio anche condividere il dato relativo alla dimensione di queste aziende. Partendo dal requisito minimo d'ingresso, che è di almeno 10 milioni di euro di fatturato, la maggior parte delle aziende del nostro ecosistema, circa il 63%,



sono posizionate tra i € 10 e i € 100 milioni, quindi la classica piccola e media impresa. Abbiamo poi un buon gruppo di aziende che stanno sopra i € 100 milioni, con addirittura un 4% che supera i € 500 milioni. Questa distribuzione si spiega anche con il fatto che il supporto offerto da ELITE può essere utilizzato dalle aziende in qualsiasi contesto, in qualsiasi fase della crescita. Non è un percorso che inizia e ha una fine, piuttosto è una sorta di club, di ecosistema, con molteplici esigenze e valutazioni nella scelta di aderire (lo sviluppo delle relazioni, l'opportunità di misurarsi con le *best practice*, l'idea di accedere a nuovi strumenti di finanza ecc.).

Facendo un piccolo focus sulla sull'Italia, il Nord-Est, all'interno di ELITE, è molto ben rappresentato, anche se potrebbe essere presente ancora in misura maggiore in quanto delle 1310 aziende italiane, 569 sono collocate nelle regioni nord-occidentali, 290 nel Nord-Est, 207 nelle regioni centrali e 244 nelle regioni meridionali.

Da sottolineare infine il dinamismo dal punto di vista non tanto dell'apertura del capitale, quanto piuttosto dell'utilizzo della finanza straordinaria, che poi è il *key performance indicator* che noi monitoriamo costantemente. Infatti, ELITE non viene valutata rispetto a quante società si quotano o a quante società emettono strumenti di debito sui nostri mercati, piuttosto rispetto a quante so-

cietà effettuano operazioni e interventi legati alla crescita. Sotto questo profilo, sono 670 le aziende che hanno realizzato interventi di finanza straordinaria mobilitando e avviando quasi 2000 operazioni. Quotazioni sicuramente ce ne sono state (ad oggi 66), così come operazioni di emissione di debito (230, di cui un buon terzo quotato anche sul mercato del debito di Borsa Italiana). Ma il dato più eclatante è rappresentato dalle operazioni di operazioni di M&A, che hanno coinvolto circa 500 imprese per quasi 1500 deal.

**Puoi brevemente citare alcuni casi di successo di ELITE? Alcuni casi che ti hanno particolarmente colpito e che possono rendere l'idea del valore che il progetto può generare.**

Sono tanti i casi di interesse e di successo in questi undici anni e non è semplice estrapolare alcune esperienze in quanto si rischierebbe di fare un torto ad altri casi ugualmente interessanti.

Provando ugualmente a condividere alcune esperienze, la prima che mi viene in mente è quella di un'azienda marchigiana, Civitanavi System, impresa operante nei settori dell'aerospazio e della difesa, un caso peraltro pubblico. È una società che tra l'altro è nata esattamente nel 2012 come ELITE, ed entrata nel network grazie ad una *partnership* con Leonardo essendone Civitanavi parte della *supply chain*. Quando l'Azienda

aveva deciso di entrare in ELITE, ricordo perfettamente che non aveva minimamente né cognizione né interessi per l'ingresso in Borsa; però, una volta compreso che la quotazione poteva costituire un valido strumento per la sua crescita, ha deciso di quotarsi nel 2021, un anno peraltro decisamente complesso e con un'operazione risultata la più grande sul mercato italiano di quell'anno. È un esempio interessante che fa capire come acquisire certe conoscenze porta poi ad abbassare le barriere ad utilizzare in modo appropriato i possibili strumenti della crescita.

Un'altra esperienza di particolare interesse è legata all'operazione M&A che ha coinvolto due aziende, operanti nel settore tecnologico, che si sono conosciute nei "banchi di scuola" di ELITE. Una delle due aziende, già quotata, ha acquisito l'altra azienda avviando un progetto industriale in cui il fondatore della società acquisita è ora il responsabile dello sviluppo corporate della società capogruppo.

Degno di nota è anche il caso di Labormar, azienda trevigiana ad alta intensità di R&S operante nel settore chimico e farmaceutico e che ha utilizzato il mercato dei capitali, in particolare la quotazione all'AIM, per sostenere la crescita e che recentemente ha operato un delisting nella convinzione che la crescita potesse proseguire più proficuamente con altri strumenti.

Sempre in Triveneto, da segnalare l'esperienza di GPI, azienda operante nel settore dell'*information technology* per la sanità, entrata in ELITE già con un percorso di crescita avviato, avendo un fondo di *private equity* di minoranza all'interno del capitale e avendo realizzato una delle prime emissioni di Minibond. L'azienda ha proseguito poi la crescita quotandosi attraverso il meccanismo della SPAC e ora è una partecipata di CDP Equity; possiamo considerarla quindi come un esempio di azienda che ha saputo utilizzare diversi strumenti finanziari e ognuno in una fase particolare del proprio percorso di crescita.

## Concludendo sulla sostenibilità

**Per concludere la nostra intervista, ti chiedo quale sia il punto di vista di ELITE rispetto a un argomento di crescente importanza e attualità, vale a dire la sostenibilità. Con riferimento alle esperienze del vostro osservatorio, quanto realmente incide il tema ESG nelle strategie e nei percorsi di crescita? E qual è a vostra avviso l'effettivo grado di consapevolezza?**

Spesso la sostenibilità è vissuta come un corpo estraneo o un elemento aggiuntivo, mentre deve rappresentare un elemento fondamentale della strategia di crescita di ciascuna azienda, per cui è assolutamente presente da sempre nell'idea fondante e nella mission di ELITE, proprio perché ELITE è concentrata su una visione strategica di lungo periodo. Ai fini della crescita delle aziende, dal nostro punto di vista, sostenibilità è un elemento costitutivo del *business* e la si persegue poiché è l'unico modo con cui l'azienda può pensare di crescere nei prossimi anni.

Il fatto che sia diventato un tema dirompente è anche grazie all'accelerazione impressa dopo i due anni molto complessi di pandemia. E uno spartiacque è stata la dichiarazione del più grosso investitore globale, Black Rock, che ha espresso con vigore il concetto che non esiste una finanza non sostenibile. Per noi sostenibilità è strategia, strategia di crescita. Nel capire come pianificare strategicamente la propria crescita, il tema della sostenibilità deve essere sempre presente. In particolare, le imprese di piccole dimensioni sono veramente sotto pressione nel capire come declinare internamente tale tematica. Quello che abbiamo notato e interpre-

tato è che ci sono ancora diverse fasi di maturazione su questo filone, un pò come ci sono diverse fasi di maturazione sul concetto di strategia nelle aziende.

Osserviamo imprese che devono ancora definire una chiara strategia per cui inevitabilmente devono ancora definire una vera e propria strategia di sostenibilità. Ci sono poi realtà aziendali che hanno una maturità strategica e hanno già definito e implementato una propria strategia di sostenibilità; in questi ultimi casi, al contrario, emerge un problema di misurazione dei risultati dell'impatto che la strategia di sostenibilità intrapresa ha generato in azienda. E ci sono poi altre realtà, che si stanno invece ponendo l'interrogativo di come anticipare alcuni obblighi regolamentari (che potranno avere una forte incidenza soprattutto sul mondo delle piccole imprese) legati ai criteri ESG. Un quarto gruppo, infine, è rappresentato dalle imprese che sono nate sostenibili e in questo senso mi viene in mente il caso di Aboca, una delle prime società benefit nell'esperienza ELITE; ma non solo perché l'azienda per diventare società *benefit* ha cambiato lo statuto, ma soprattutto perché, in virtù delle specificità del proprio *business* legato alla nutraceutica, ha innato il tema dell'impatto sull'ambiente e sulla collettività. All'interno del *network* di ELITE sono presenti, di fatto, tutti questi quattro cluster di aziende.

Ultima breve riflessione sul tema: per attrarre nuovi talenti, nuovi clienti, per lavorare con i fornitori e soprattutto per far sì che la finanza valorizzi al meglio quanto l'azienda vale, l'essere e il comunicare in modo concreto cos'è la propria strategia di sostenibilità è sicuramente fondamentale; ma credere veramente nella sostenibilità è ancor prima più importante per le persone e per il benessere dell'intera organizzazione aziendale.



# Il governo della post-merger integration nei nuovi scenari competitivi

**Gestire un'operazione di M&A significa vivere una complessa esperienza di *change management* che presuppone una chiara consapevolezza: ogni azienda è portatrice di una propria cultura e il nuovo progetto non deve rinnegare le identità in campo, bensì ri-orientarle lungo nuove traiettorie e orizzonti.**

## Complessità delle operazioni di M&A e identità culturale delle aziende coinvolte

Chiunque abbia un po' di dimestichezza con le vicende economiche degli ultimi decenni sa insieme quanto necessarie siano le operazioni di acquisizione in alcuni momenti cruciali della storia aziendale e quanto incerto, e persino contraddittorio con le intenzioni, sia spesso il loro esito. Gli scopi di tali operazioni possono essere assai diversi, e come tali conferiscono intonazioni e colorazioni assai diverse prima alle modalità dell'acquisizione stessa, e poi alle modalità con cui viene gestito l'inserimento della realtà acquisita nel perimetro organizzativo e nell'apparato gestionale dell'acquirente.

Fondamentalmente, si possono distinguere le seguenti tipologie di acquisizione, almeno dal versante del soggetto attivo dell'operazione:

- quelle funzionali all'accelerazione della sua crescita dimensionale e all'intensificazione della sua energia competitiva;
- quelle funzionali al rafforzamento, all'arricchimento o al completamento della sua proposizione di prodotto o del suo presidio di mercato, per esempio attraverso l'estensione della gamma ovvero l'espansione in un nuovo segmento o in una nuova area geografica;
- quelle funzionali all'acquisizione di una tecnologia tesa a garantire il suo sviluppo a medio-lungo termine;
- quelle funzionali alla diversificazione, per esempio, per attenuare i rischi del proprio posizionamento tradizionale o per evolvere da una strategia di specializzazione a una strategia conglomerale.

Dal versante del soggetto passivo, invece, si deve distinguere soprattutto l'operazione subita in una condizione di crisi conclamata o incipiente da quella realizzata in una condizione di solidità finanziaria. E non è certo indifferente il grado della passività stessa: se cioè essa

sia il risultato di una conquista "militare" (sgradita, quale quella realizzata per effetto di un'OPA ostile, o al contrario invocata, quale quella seguita alla cessione del compendio aziendale di una società insolvente posta in amministrazione straordinaria), ovvero di una alleanza accettata, pur da posizione di minorità, per una razionale scelta d'interesse nella prospettiva della sopravvivenza o per una convinta fiducia in un progetto di comune prosperità futura. In ogni caso, tutti i soggetti chiamati a svolgere un ruolo nella fase *post-merger* debbono essere animati dalla limpida consapevolezza dell'estrema complessità e difficoltà, nonché della decisività, di tale congiuntura. Basti evocare, il "Grande Fiasco", l'appellativo con il quale è entrato nella storia manageriale il fallimento rovinoso dell'acquisizione di Chrysler da parte di Daimler nel 1998 (*two cultures bound to collide*, come commentò l'ex presidente dell'American Motors incorporata da Chrysler, Gerald Meyers, divenuto docente di *management* all'Università del Michigan). In questa direzione, nell'analisi e nella valutazione delle scelte strategiche e dei comportamenti gestionali da adottare nel corso di quel *change management* di cui un'esperienza di M&A è l'espressione più alta e più "violenta", è a mio avviso indispensabile, e in qualche misura preliminare a ogni altra, una riflessione troppo spesso trascurata o elusa. Essa riguarda il fatto che ciascuna azienda possiede una scandita identità personale, espressione di una specifica cultura (in senso compiutamente antropologico, e non meramente organizzativo); e che, dunque, tutte le volte in cui debba essere attuato un cambiamento profondo, e persino brusco, come quello richiesto dalla necessità di trasformare un'artificiale combinazione societaria in un'originale integrazione vitale e ancor più di trasformare quell'integrazione in un propulsivo ve-

tore di sviluppo complessivo dell'entità nascente, le azioni messe in campo non debbono calpestare o rinnegare le identità esistenti, bensì ri-orientarle lungo una nuova traiettoria e verso un nuovo "orizzonte di senso" e condurle così alla loro "coerente rigenerazione".

Naturalmente, con il termine cultura aziendale non ci si riferisce soltanto alla miscela, storicamente determinata, delle esperienze e delle competenze delle persone chiave di un'impresa (i fondatori e i loro successori, i *manager* più significativi, i "custodi" dei saperi tecnici, ecc.), ma anche, e soprattutto, al "materiarsi" in una comunità economicamente e socialmente organizzata dei valori distintivi, delle idee costitutive, delle prassi gestionali, delle relazioni territoriali, dei processi tecnologici, delle storie individuali e collettive, delle forme istituzionali, dei prodotti eponimi, insomma di tutto ciò che contribuisce a delineare l'irripetibile profilo identitario e l'irriducibile "personalità" di un'azienda, come tali dotati di una compiuta autonomia e di una distinta autosufficienza corale rispetto alle singole voci che li compongono. Sul punto, valgano gli approdi ormai saldi dell'antropologia culturale, da Edward Burnett Tylor a Bronislaw Malinowski, da David Bidney a Ruth Benedict.

Si tratta insomma, da un lato, di riconoscere la natura antropomorfa dell'impresa, abbandonando i vecchi modelli "meccanici", e, dall'altro, di enfatizzare e valorizzare la dimensione e la vocazione etica dei comportamenti aziendali, abbandonando i vecchi modelli "economico-contrattuali" e di forgiare su questi presupposti, secondo i migliori canoni del *nation-building* e con la compiuta coscienza della natura mitopoietica dell'operazione, la "nazione aziendale" generata dal *merger*.

Sul piano concreto delle misure di "governamento" (traduciamo così la gubernantia di Severino Boezio, che evoca

la vocazione dinamica delle metodiche di indirizzo e di controllo dei fenomeni organizzativi "in mutazione") da implementare, le conseguenze delle premesse teoriche qui sopra sommariamente richiamate sono assai rilevanti e afferriscono all'individuazione e all'attivazione di una sofisticata architettura istituzionale e di complessi meccanismi gestionali (sedi, organismi e procedure di consultazione, di decisione, di monitoraggio e di arbitraggio, a livello strategico, operativo, amministrativo e comunicativo).

## Relazioni tra le aziende e processi di integrazione nelle operazioni di M&A

In linea generale, sulla base di un ormai vastissimo campionario di situazioni sul campo, si può sostenere che siano quattro i possibili assetti della relazione fra l'azienda acquirente e quella acquisita, frutto ciascuno di un diverso atteggiamento culturale (e forse ideologico) e del suo conseguente progetto organizzativo:

1. assimilazione, che mira all'egemonia e si articola nelle forme della colonizzazione;
2. imitazione, che mira alla riproduzione nel "vincitore" materiale dei modelli di funzionamento del "vinto" il cui primato morale e tecnico si riconosce (è lo schema storico dei regni romano-barbarici, per intenderci);
3. indifferenza, che mira alla separazione fra i due organismi, preferendo il riconoscimento dell'autonomia di fatto del nuovo possedimento al rischio che la "madrepatria" sia contaminata dai diversi costumi;
4. integrazione, che mira all'inserimento armonioso e reciprocamente fertile dell'azienda incorporata, ben

modulato ed equamente regolato, rispettoso delle specificità ma orientato all'avanzamento e all'adozione di sintesi innovative.

Parimenti, si può sostenere, pur evitando ogni generalizzazione (tanto più insidiosa quanto più contraddittoria con l'affermata valorizzazione del presupposto comunitario e identitario di ogni realtà d'impresa), che i maggiori e migliori casi di successo nell'esecuzione di un *merger* risultano densamente concentrati nell'opzione strategica della integrazione.

E possiamo anche provare a declinare le caratteristiche essenziali che devono connotare efficaci processi di integrazione. La prima è l'autenticità del progetto di acquisizione, che dev'essere limpidalemente espressa dai suoi valori fondanti, dai suoi patti costitutivi, dagli obiettivi strategici che lo ispirano e lo guidano, dall'affidabilità del modello di *governance* nell'assicurare l'equa distribuzione del potere e la corretta valutazione dei risultati di tutti, dalla coerenza delle condotte manageriali adottate dai responsabili delle operazioni di *business*, dalla mobilitazione e dall'impiego in prima linea nelle battaglie più sfidanti dei reparti (con i loro ufficiali) dell'esercito incorporato, dalla produzione di una narrazione unificante e costitutiva di una "storia" nuova e condivisa.

La seconda caratteristica necessaria è la coralità, e cioè la partecipazione all'edificazione di una nuova "soggettività" d'impresa di tutti gli abitatori di entrambe le esperienze originarie (con particolare e attiva attenzione rivolta alle rappresentanze e alle associazioni sindacali, agli enti locali e alle rappresentanze datoriali di riferimento, alla rete dei fornitori e dei clienti, alle strutture educative e formative e al sistema dei media) secondo meccanismi istituzionali formalizzati, ordinati ed esigibili di coinvolgimento, di consultazione e di

partenariato.

Va poi ricordata la trasparenza, che dev'essere usata con speciale intensità negli snodi drammatici che spesso accompagnano un percorso di M&A (si pensi alla ristrutturazione delle attività, con la riduzione degli organici o la dismissione di siti o l'incremento della produttività del fattore lavoro o la rinegoziazione delle condizioni di approvvigionamento o di pagamento) e deve dar conto con costanza sia della ragioni e degli scopi delle principali scelte di business sia dell'esito delle azioni eseguite in coerenza con le prime e per il conseguimento dei secondi.

Di pari importanza, infine, è la regolazione, intesa come adozione di un sistema normativo compiuto (sebbene è probabile vi prevalgano le tecniche di *soft law*), e dotato quindi anche di un idoneo apparato sanzionatorio (sebbene funzionale più al ripristino dell'ordine organizzativo violato che non alla punizione del "follone"), la quale sia finalizzata a garantire l'orizzonte di scopo dell'impresa e dunque, per un verso, la sottomissione a tale télos di ogni comportamento individuale e collettivo rilevante e, per l'altro, la lealtà ai suoi valori costituenti dell'istituzione nel suo complesso<sup>1</sup>.

concettuale, i due termini ben potrebbero divenire un unico *permapolicrisi*, per alludere a una condizione in cui una pluralità di crisi, diverse per fonte e per natura, convivono stabilmente mescolandosi, complicandosi e aggravando gli effetti propri di ciascuna). È ormai condivisa la valutazione, dopo le irruzioni nell'arena di ben tre crisi in successione nell'ultimo quindicennio (la *Great Recession*, come l'appellò il *Wall Street Journal*, in Italia nota come la Grande Crisi, insorta come crisi finanziaria e degenerata in crisi industriale, nel 2007; la crisi epidemiologica da SARS-COV 1, che ha generato la crisi logistico-manifatturiera e assurta addirittura a crisi "antropologica", come la definì Tiziano Treu, nel 2020; e la crisi seguita all'invasione russa dell'Ucraina, manifestatasi come crisi geo-politica o politico-militare e tralignata ben presto in crisi economica a tutto tondo, nel 2022), che sia giunto a esaurimento il "trentennio della globalizzazione" (dal 9 novembre 1989, quando cadde il Muro di Berlino, al 30 dicembre 2019, quando il primo paziente di Wuhan fu certificato come affetto da Covid-19), portando con sé anche il suo apparato "ideologico", che aveva sospinto un processo di illimitata integrazione, omologazione, mercatizzazione e finanziarizzazione delle relazioni di scambio fra i Paesi del mondo (le attività e le passività finanziarie esterne avevano raggiunto il 400% del PIL e i 293.000 miliardi di dollari; e il peso delle nazioni emergenti aveva raggiunto nelle catene del valore mondiale il 50%). È stato autorevolmente sottolineato come le tre crisi stiano sbriolando anche, in prospettiva assiologica e cioè sul piano dei valori costitutivi dell'identità culturale della società occidentale, l'idea stessa di "progresso" che ha connotato l'ultimo cinquantennio (almeno dopo il 1968) e i suoi tratti salienti: l'individualismo, l'edonismo e il secolarismo, posti a fon-

## Prospettiva delle acquisizioni nei nuovi assetti geopolitici

Le osservazioni finora svolte acquistano un rilievo maggiore solo che si consideri quanto centrale sia destinato a divenire il ruolo della crescita attraverso acquisizioni negli anni a venire, per effetto della mutazione (e verrebbe da dire del sovvertimento) dei paradigmi competitivi che ci attendono negli anni a venire negli scenari indotti dalla permacrisi o dalla policrisi (e, in una sorta di crasi

damento di quella che è stata definita la società dei diritti e dei desideri.

Poiché è divenuto insopportabilmente elevato il rischio di cesure e di fratture nelle catene di fornitura internazionali, si è avviato in misura imponente, prima per necessità difensiva e poi per convinzione propulsiva, il processo di ricostituzione di autonome piattaforme su base, se non nazionale, almeno continentale: è il fenomeno noto come *back-shoring*, indagato per la prima volta nel 2009 da Rüdiger Holz con la sua ricerca sui comportamenti dell'industria automobilistica tedesca<sup>2</sup>.

Le conseguenze, sul piano aziendale, del *back-shoring* possono agevolmente essere individuate, soprattutto se si tiene conto del fatto che i benefici di costo generati negli scorsi decenni dal ricorso frenetico alla delocalizzazione dovranno in ogni caso essere recuperati dagli OEM occidentali e che l'unica via agevole per farlo è il ritorno ai vantaggi dell'economia di scala:

1. cospicua crescita dimensionale dei siti produttivi per effetto della concentrazione delle attività richiamate dall'Est o dal Sud del mondo;
2. ricompattamento, integrazione e sviluppo dei centri di ricerca e di progettazione per effetto della recuperata centralità competitiva della funzione "innovazione di prodotto";
3. scandita verticalizzazione del ciclo produttivo per effetto del ritorno "in casa" non solo di fasi e segmenti delle lavorazioni un tempo destinati alla terziarizzazione, ma anche e soprattutto di componenti-chiave un tempo affidati alla gestione di specialisti esterni;
4. rafforzamento del rapporto "comunitario" con i territori di riferimento per effetto di una presenza più visibile e "controllabile" delle piattaforme industriali domestiche e della corrispondente maggior domanda indotta di responsabilità sociale, tra-

sparenza, legalità e partecipazione; 5. più intensa cooperazione con le istituzioni pubbliche centrali e locali per effetto del necessario supporto richiesto, in termini di scelte di politica industriale nonché in termini di risorse finanziarie e di competenze, per gli investimenti e per la programmazione ambientale e socio-territoriale tipica di una fase di "re-industrializzazione".

Insomma, se, dopo decenni di outsourcing, sia nella forma della terziarizzazione sia in quella della delocalizzazione, torna con pieno vigore il tempo dell'*insourcing* e con esso una ripresa di importanza della dimensione aziendale, e se, addirittura, in una chiave di riduzione del rischio, comincia a riaffacciarsi la moda antica delle società conglomerate, ebbene, riannodando il filo del nostro ragionamento, ecco che ci dobbiamo aspettare un profluvio di acquisizioni!

E, alla luce di quanto abbiamo fino ad ora argomentato, sia pur sommariamente, resta da chiedersi quali speciali caratteristiche, nel nuovo contesto generale, potrebbero andare assumendo le operazioni di M&A, e quali suggerimenti potrebbero essere avanzati dall'osservatore a beneficio di chi si accinga alla gestione di una siffatta evenienza.

## L'intervento pubblico nello sviluppo delle operazioni di M&A

La prima considerazione riguarda la presenza, divenuta vieppiù ampia e significativa dopo l'emergenza sanitaria del 2020-2021 e l'emergenza degli approvvigionamenti (a cominciare da quelli energetici) del 2022, della "mano pubblica" nell'economia dei Paesi occidentali (da ultimo, basti pensare all'*Inflation Reduction Act* promosso

negli Stati Uniti d'America da Joe Biden e al *Next Generation EU* promosso nell'Unione Europea da Ursula von der Leyen).

Il ritorno dispiegato di forme di "economia mista" e di "politiche industriali", sia in chiave direttamente "interventista" sia in chiave "programmatoria", può impattare le operazioni di acquisizione in almeno due direzioni.

Da un lato, infatti, alcune operazioni di acquisizione potrebbero vedere direttamente la presenza pubblica nell'azionariato: in Italia, è esemplare di questo approccio il riferimento all'art. 43 del c.d. Decreto Rilancio (D.L. 19 maggio 2020, n. 34), laddove, costituendo un "Fondo per la salvaguardia dei livelli occupazionali e la prosecuzione dell'attività d'impresa", si prefigurano, al fine del salvataggio di aziende detentrici di marchi storici o di interesse strategico per l'economia nazionale, il partenariato diretto nell'*equity* tra lo Stato, attraverso la sua agenzia Invitalia, eventualmente in alleanza con le finanziarie delle Regioni interessate, e soggetti imprenditoriali privati prima, e poi, a conclusione dei progetti di ristrutturazione a orizzonte quinquennale, l'integrale (ri)privatizzazione dell'impresa.

Dall'altro lato, parimenti, molte operazioni di acquisizione potrebbero doversi misurare con la notevole espansione della sfera d'intervento del c.d. golden power, acceleratasi a muovere dalla crisi epidemiologica del 2020 (con il D.L. 8 aprile 2020 n. 23) per approdare a una sua scandita e di fatto conclusiva configurazione dopo la crisi bellica del 2022 (con il D.L. 5 dicembre 2022 n. 187): il Governo assume la potestà di bloccare, ovvero di sottoporre a vincoli stringenti, tutte le operazioni di acquisizione che afferiscano ad aziende in cui si riconosca sussistente una valenza strategica per l'interesse nazionale (nei settori dei trasporti, dell'energia, del biomedicale, della sanità, della siderurgia, delle co-

municazioni, dell'agroalimentare, ecc.). In questa direzione, va annotata con estrema attenzione la novità rappresentata dalla dichiarazione di strategicità anche del settore dell'elettrodomestico, realizzata con il D.P.C.M. 1. maggio 2023 relativo all'acquisizione da parte del Gruppo turco Arçelik dei siti italiani del Gruppo statunitense Whirlpool. In altri termini, già nel momento "germinativo" di una scelta di crescita per linee esterne e dunque di acquisizione, è doveroso che il compratore si predisponga, ben oltre la mera verifica del corretto adempimento degli obblighi in tema di *anti-trust* nei confronti dell'Authorità garante della concorrenza e del mercato (AGCM)<sup>3</sup>, a un'interlocuzione preventiva, leale e trasparente ma anche animata da un'attitudine negoziale attenta a incorporare le ragioni dell'altro, con le istituzioni nazionali e locali coinvolte nel caso.

Negli ultimi anni è andata anche maturondo una competenza, non formalizzata in termini procedurali ma non per questo meno salda materialmente, delle Regioni nel governo delle crisi aziendali, di per sé territorio elettorale per convenienti operazioni di acquisizione, tanto che spesso i "tavoli di crisi" attivati presso il Ministero, ieri dello Sviluppo Economico, e oggi invece delle Imprese e del *Made in Italy* le vedono protagoniste del confronto, il quale viene di frequente loro delegato nelle fasi più dinamiche e complesse, soprattutto in quella (rilevante ai nostri fini) della ricerca di investitori per la ristrutturazione o per la reindustrializzazione delle società in crisi. In questa prospettiva, l'attività della Regione Veneto e della sua Unità di Crisi rappresenta oramai un *benchmark* riconosciuto e imitato a livello nazionale ed europeo.

I tavoli regionali di cui stiamo parlando sono per loro natura di tipo concertativo o, com'è stato detto, "meso-corporativo", per via della partecipazione

necessaria della società in crisi (o della procedura concorsuale che la gestisce), dell'ente pubblico che svolge funzioni di sorveglianza sullo svolgimento del confronto e di vigilanza sull'applicazione dei suoi esiti, delle organizzazioni e delle rappresentanze sindacali e poi anche della società interessata all'acquisizione. Spesso sono presenti, al fianco della Regione, anche i Comuni il cui territorio è interessato dagli insediamenti produttivi oggetto del salvataggio o che rappresentano il bacino di alimentazione occupazionale di quegli stessi insediamenti, nonché i parlamentari e i consiglieri regionali espressione elettorale dei territori investiti dalla crisi aziendale. Recentemente, si sono viste forme di consolidamento istituzionale e contrattuale di queste modalità di "partecipazione territoriale": il caso più significativo è il Consiglio di Sorveglianza Socio-istituzionale previsto dagli accordi sindacali regolatori delle acquisizioni di ACC Compressors da parte di Wanbao Group (2014, Regioni Veneto e Friuli Venezia Giulia, stipulato in sede MISE) e di Italia Wanbao ACC da parte di SEST e LU.VE Group (2022, Regione Veneto, stipulato in sede di Regione Veneto su delega del MISE), che sono stati replicati, sul solo versante pubblico, con l'istituzione di un omonimo Consiglio di Sorveglianza per la procedura di cessione di un ramo d'azienda situato a Longarone (BL) da parte del Gruppo Safilo (2023, Regione Veneto).

Va sottolineato come la partecipazione a tavoli di questa natura, soprattutto perché esigono condotte particolarmente aperte ad accettare la verifica, e persino la negoziazione, dei contenuti e delle prospettive dei propri *business plan* da parte di investitori quasi sempre non avvezzi, e talora *finanche* recalcitranti od ostili, all'interlocuzione sindacale, e a maggior ragione a quella istituzionale (soprattutto a trazione locale), spesso prosciughi affanni inaspettati al manage-

ment di potenziali compratori, imponendo un andamento non lineare alle loro scelte e spesso condannandoli a *performance* pubbliche contrassegnate da opacità, arroganza, goffaggine, inaffidabilità, con danni cospicui di reputazione.

È essenziale che nel mondo della finanza, e più in generale dell'impresa, si difonda e si radichi la competenza per un agire economico sottoposto al confronto pubblico sulle proprie ragioni, sulle proprie intenzioni, sui propri scopi, sui propri interessi, sui propri investimenti, sui propri rischi, sui propri impegni, ecc., e ancor più sulle conseguenze e sulle ricadute sociali di quello stesso agire economico in relazione ai territori e alle comunità che "recepiscono" un intervento di acquisizione (e la differenza fra accoglienza e subiezione è francamente notevole).

## Il ruolo delle relazioni industriali nella gestione dei processi di M&A

Un altro aspetto critico, collegato alle procedure di acquisizione, è quello riferito, per la conformazione necessaria di moltissime operazioni, alla necessità di svolgere positivamente la fase di informazione e di consultazione sindacale regolata dall'art. 47 L.N. 29 dicembre 1990 n. 428 e applicata nei casi di trasferimento d'azienda, con l'ovvio obiettivo di conseguire l'intesa funzionale a costruire il clima di consenso in cui collocare le attività di ricezione e di trasformazione dell'impresa acquisita da parte dell'acquirente. Sul punto, pesa in misura alquanto significativa una sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea che, interpretando definitivamente la Direttiva europea del 2001, ha stabilito, censurando la normativa

# Il mercato dell'M&A sarà segnato anche dal ruolo crescente dell'investimento pubblico. Crescerà anche il peso delle relazioni industriali nella gestione dei processi di M&A.

italiana a seguito del relativo procedimento d'infrazione, che ognqualvolta si abbia un trasferimento di ramo d'impresa tutti gli addetti al ramo medesimo debbano essere in automatico traslati all'acquirente. La versione precedentemente in vigore dell'art. 47 citato prevedeva, non senza consistenti ragioni di tipo pratico a proprio favore, che l'accordo sindacale stipulato a conclusione della procedura di informazione e consultazione potesse disporre la traslazione solo di una parte degli addetti. Ora, salvo casi residuali legati a condizioni fallimentari o para-fallimentari, ciò non è più possibile: e una decina di sentenze della Suprema Corte di Cassazione aveva già anticipato nel 2020 e nel 2021 quanto dal maggio del 2022 sancisce anche la versione novellata dell'art. 47. Per chi rilevi un'azienda in difficoltà è un onere assai gravoso, che può condizionare e talora anche inibire la decisione d'investimento. È ben vero che la giurisprudenza europea e quella italiana hanno per converso ribadito la legittimità delle intese sindacali ex art. 47 che intervengano in deroga e modifichino le condizioni retributive e organizzative (inquadramento, orario, mansio-

ni, compensi, trattamenti, ecc.) vigenti nell'azienda destinata a esser ceduta, squadernando ampi spazi di agibilità negoziale a favore del potenziale *buyer* che intenda porre sotto più stringente controllo la struttura dei costi e impostare nuovi modelli di funzionamento operativo. Ma è altrettanto vero che la partenza "a pieno organico" della nuova unità comporta complessità di gestione talora defatiganti (basti pensare, giusto per fare un esempio, ai piani di intervento della Cassa Integrazione Guadagni straordinaria che saranno di fatto trasferiti dall'azienda in crisi a quella in bonis, con tutte le frizioni e le forzature del caso).

In questa direzione, che per certo verso è analoga, almeno in termini di cultura e di narrazione aziendali, a quella illustrata nei precedenti passaggi dedicati al rapporto con le soggettività pubbliche attrici dirette e indirette dei processi di acquisizione, va richiamata ad alta voce l'indispensabilità di dotarsi di adeguati modelli di relazioni industriali. La cronaca economica ci ha consegnato fin troppe volte episodi di rozzezza, di superficialità, di ignoranza, di albagia, spesso precipitati o nell'illincetà delle condotte o nel fallimento delle esperienze di acquisizione, sia nelle fasi prodromiche al *closing* sia in quelle successive di esecuzione dei programmi di risanamento e di rilancio. I casi più recenti che hanno visto condannate aziende multinazionali impegnate in processi di dismissione mediante cessione a terzi di siti produttivi giudicati inessenziali al *business* sono stati quello del Gruppo GKN in ordine al suo sito di Campi Bisenzio (FI), condannato per condotta antisindacale ex art. 28 dello Statuto dei Lavoratori dal Tribunale di Firenze il 20 settembre 2021 e quello del Gruppo Wärstilä in ordine al suo sito di Bagnoli della Rosandra (TS), condannato anch'esso per condotta antisindacale dal Tribunale di Trieste il 23 settem-

bre 2022. Emerge in effetti un quadro poco rassicurante, dove troppe volte anche aziende importanti e strutturate finiscono per scegliere comportamenti oscuri e sleali, o quanto meno imperiti e negligenti, nell'affrontare la "responsabilità sociale" di una relazione eticamente qualificata e narrativamente coerente con *stakeholder* ad elevato tasso di rappresentanza, come giustappunto sono le organizzazioni sindacali e le istituzioni territoriali. E la sensazione è che molte volte vi sia l'incapacità di cogliere sino in fondo, anche dal punto di vista storico-ambientale, la significatività di certi ruoli e l'ineludibilità dell'alleanza, o quanto meno del confronto responsabile e proattivo, con loro. La elaborazione, la proposizione e la adozione di condivisi protocolli in materia di relazioni industriali e di relazioni istituzionali nelle attività di M&A, affidate alla contrattazione territoriale o nazionale a livello confederale ovvero alla contrattazione di prossimità a livello categoriale ovvero ancora – e ancor meglio – alla concertazione "triangolare" regionale o governativa, appaiono un'urgenza non rinviabile. E, nell'ambito dei modelli da implementare per dare compiuta e viva autenticità ispirativa e applicativa alle prescrizioni in materia di *governance*, di *compliance* e di sostenibilità<sup>4</sup> dettate per esempio dal D. Lgs. 231/2001, dal D. Lgs. 254/2016 e dall'art. 2086, 2. co., cod. civ., è bene che vengano sancite, a cominciare dai codici etici aziendali, regole serie e precise, e facilmente verificabili in termini di applicazione<sup>5</sup>.

## Conclusioni: lo sviluppo di una cultura della crescita

Riteniamo infine opportuno osservare come la moltiplicazione degli episodi di acquisizione nei prossimi anni deb-

ba essere sostenuta, e probabilmente incentivata, tenendo conto del fatto che il mercato del M&A in Italia vede ormai da diversi anni un crescente interesse da parte del segmento delle imprese a governance familiare che acquistano progressivamente una maggiore sensibilità e consapevolezza rispetto alla necessità di uno sviluppo dimensionale significativo per essere protagonisti nelle sfide di un mercato globale.

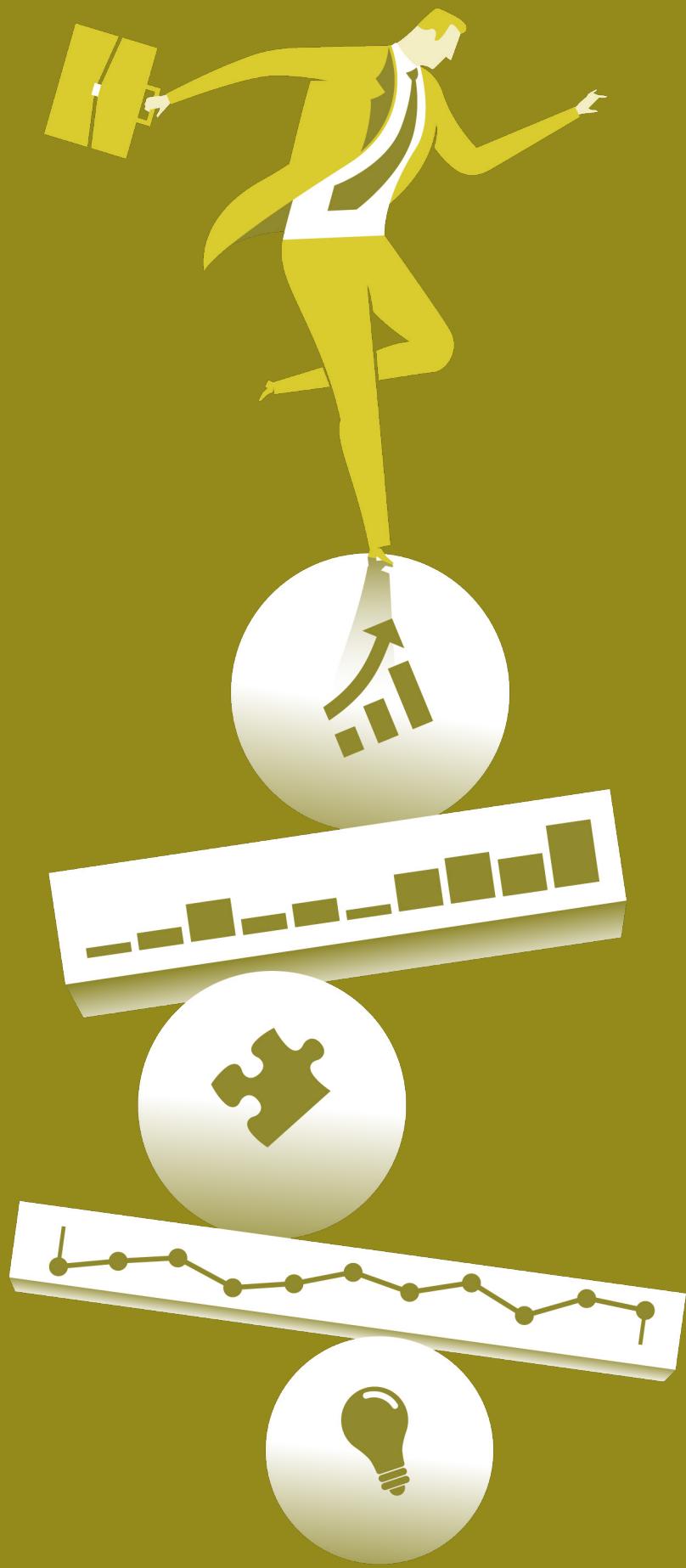
Abbiamo a che fare dunque con un processo che andrà a permeare sempre più il sistema delle imprese italiane, composto in larga prevalenza, com'è ampiamente noto, da piccole e medie imprese. I protagonisti di questa stagione saranno quindi, oltre alle grandi imprese (spesso di matrice multinazionale) o gli strutturati fondi di *private equity*, anche le imprese di natura familiare, che già da diversi anni manifestano un forte dinamismo in termini di apertura a progetti di crescita, anche per linee esterne; un fenomeno che coinvolge aziende di taglia media e piccola, sospinte dalla necessità di crescere e non sempre saldamente dotate delle risorse finanziarie per farlo con sicurezza, contraddistinte spesso da una monocultura a matrice territoriale o di prodotto, non sempre

strutturate sotto il profilo manageriale. Parliamo quindi di un processo evolutivo che ormai coinvolge e contagia tutto il sistema delle imprese (e anche di tante PMI) che affrontano i temi della crescita non sempre in modo organizzato e pianificato, muovendosi in non poche circostanze in modo impulsivo o poco lucido.

Se questo è vero, e lo è in alcuni casi in misura drammatica, diviene indispensabile una grande campagna di "pedagogia alla crescita e allo sviluppo", che esigerà uno sforzo straordinario e memorabile alle associazioni datoriali, alle organizzazioni sindacali, agli ordini professionali, alle università e alle *business school*, alla pubblica amministrazione e alle sue articolazioni locali, alle magistrature, alle società di consulenza, agli istituti di credito, affinché la stagione che si avvia maturi in un contesto vivido e robusto di legalità, di trasparenza, di efficienza, di integrazione, di composizione, di conciliazione e di armonizzazione delle spontanee traiettorie economiche e sociali, in piena e fertilissima coerenza con l'orizzonte ideale disegnato dalla nostra Costituzione nel nome della sicurezza, della libertà, della dignità, dell'utilità generale (art. 41).

1. La gestione dei processi di integrazione ex post sono trattati da molti autori: per un approfondimento si veda: Dallocchio, M., Lucchini, G. e Pirrone, C. (2021), *Mergers & Acquisitions*, Egea, Milano; Buono, A.F., Bowditch, J.L. e Lewis III, J.L. (1985), *Where cultures collide: The anatomy of a merger*, *Human Relations*, Vol. 38, No. 5, pp. 477-500; Appelbaum, S.H., Gandell, J., Yortis, H., Paper, S. e Jobin, F. (2000), *Anatomy of a merger: Behaviour of organizational factors and processes throughout the pre-during-post stages*, *Management Decision*, Vol. 38, No. 9, pp. 649-662; Cortesi, A. (2008), *La gestione del processo d'integrazione nelle fusioni e nelle acquisizioni*, Pearson, Torino; David, K. e Singh, H. (1994), *Sources of acquisition cultural risk*, Macmillan, London; Gaughan, P.A. (2018), *Mergers, acquisitions and corporate restructurings*, Wiley, New Jersey; Ha-speslagh, P.C. e Jemison, D.B. (1993), *Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal*, *Academy of Management Review*, Vol. 18, No. 2, pp. 370-374; Schweiger, D.M., Csiszar, E.N. e Napier, N.K. (1994), *A strategic approach to implementing mergers and acquisitions*, in Krog, G., Sinatra, A. e Singh, H. (a cura di), *The management of corporate acquisitions* (pp. 23-49), Macmillan, London.
2. Holz, R. (2009), *An investigation into offshoring and backsourcing in the German automotive industry*, GRIN Verlag, Munich.
3. I profili di concorrenza e antitrust delle M&A possono essere approfonditi in: Moscianese, J., Cafari Panico, R. (2022), *Le operazioni di M&A fra regolamentazione e concorrenza*, Giappichelli, Torino; Capasso, A. (1990), *Economia e finanza delle acquisizioni aziendali*, CEDAM, Padova.
4. Giakoumelou, A., Randazzo, R. e Salvi, A. (2023), *ESG e M&A*, Giuffrè, Milano.
5. Per un approfondimento sul tema della disciplina delle relazioni industriali nella gestione dei processi di crisi aziendale si veda: Lambertucci, P. (2019), *La disciplina dei rapporti di lavoro nel trasferimento dell'impresa sottoposta a procedure concorsuali: Prime note sul Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza*, Rivista Italiana di Diritto del Lavoro, No. 2, pp. 149-174; Preteroti, A., (2018), *Il principio di continuità dei rapporti di lavoro nella disciplina del trasferimento d'azienda in crisi*, Rivista Italiana di Diritto del Lavoro, No. 3, pp. 437-476.





LUCA PONTI

# Equilibri contrattuali e ricorso alle clausole di divergenza gestionale nelle operazioni di M&A

**Un'operazione di M&A rappresenta un unicum nell'ampio ventaglio dei contratti di vendita. Il delicato bilanciamento delle aspettative delle parti contraenti si traduce in complessi accordi contrattuali che richiedono un perfetto equilibrio nel regime di garanzie e controgaranzie previste.**

**A**priamo questa analisi dedicata a un tema specifico relativo al complesso fenomeno delle M&A richiamando l'*incipit* di Maurizio Masetti scritto molti anni fa (fine 1997) ma che già fotografava l'attualità ed il futuro dello sviluppo del M&A: "Per spiegare la nascita del cosiddetto mercato delle acquisizioni e fusioni, per usare termini ormai entrati nel lessico quotidiano di chi opera in questo mercato, bisogna far riferimento alla teoria economica. La ricerca della dimensione ottimale delle aziende, che tanto ha fatto discutere in teoria, è sicuramente il motivo principale che muove il mercato. L'accesso a nuovi mercati, la ricerca delle efficienze gestionali, l'internazionalizzazione, la globalizzazione, tutti termini usati per spiegare il motivo per cui una società decide ad un certo punto di acquisirne un'altra, non sono altro che sfaccettature dello stesso problema. La crescita è l'elemento fondamentale che muove gli istinti imprenditoriali. Il profitto non è più da solo nella scala dei valori che muovono l'economia. L'acquisizione di potere conseguente alla crescita dimensionale delle società

è nelle economie evolute dell'occidente forse la leva maggiore, quando si parla di società gestite da *managers*. Per alcuni autori le acquisizioni devono essere fatte con l'obiettivo di creare valore per gli azionisti e non per soddisfare gli obiettivi dei *managers* (la crescita per la crescita, il potere fine a se stesso<sup>1</sup>)".

## Peculiarità del trasferimento delle partecipazioni sociali

Un'operazione di M&A rappresenta un unicum appassionante nell'ampio ventaglio dei contratti di vendita riscontrabili nell'esperienza di tutti i giorni da parte degli operatori del settore. Infatti, se è vera l'antica logica sinallagmatica che distingue la filosofia dello stesso contratto di scambio, cosicché il contraente acquirente o venditore viene garantito nella sostanziale corrispondenza tra il contenuto iniziale e finale del contratto, ciò non è sempre riferibile al mercato M&A.

Una giurisprudenza ormai secolare disconosce l'equiparazione, in termini di

protezione dell'acquirente, tra vendita delle azioni e vendita dei beni aziendali e garantisce al compratore una rispondenza e consistenza del patrimonio sociale esclusivamente in presenza di una precedente stipula di espresse clausole di garanzia. Per meglio dire, viene sostanzialmente sconfessata la dialettica del reciproco scambio – “*do ut des*” –, espressione di sentimento di giustizia diffuso e sostanziale sul principale presupposto che l'oggetto dell'acquisto, la partecipazione sociale, non rappresenta un articolato prodotto composto da altrettanto definiti elementi, bensì un bene immateriale, una sorta di incomprendibile quota, dal valore tanto oscuro quanto, per questo, appetibile. Questa peculiarità rappresenta in fondo il fascino economico dell'operazione di M&A ma anche l'insidia maggiore, per un rispetto di quelli che sono gli accordi sui contenuti di un contratto, che dovrebbe avere come obiettivo l'equilibrato rapporto delle aspettative di tutti i contraenti. Si ricorda che nell'alveo delle soluzioni di M&A sono riconducibili anche negozi diversi, a titolo esemplificativo, quali trasferimenti azionari a titolo oneroso derivanti da aumenti di capitale sociale, permute, conferimenti di beni particolari o di aziende, fusioni, scissioni, *leveraged* di diversa natura, tipo e soggetti coinvolti. Va anticipato, inoltre, che ancora più distintiva è l'operazione di M&A laddove si rivolga a un'impresa in crisi, fattispecie dove le volontà e le opportunità dell'acquirente devono essere sempre coniugate con il rispetto delle regole del codice della crisi e relativa giurisprudenza di settore del tutto speciale e diversa da quella vigente per le imprese in bonis. Ciò posto, i codici di autodifesa degli interessi delle parti sono chiaramente da leggersi in pendant, dato che la maggior fortificazione di un interesse e/o garanzia a favore dell'acquirente comporta inevitabilmente la corrispondente minor

protezione del venditore in termini di rischio e/o di responsabilità (fenomeno del pendolo); ne deriva che l'equilibrio concreto del regime di garanzie e controgaranzie reciproco lo si coglie nel perfetto e, per quanto possibile, equanime bilanciamento delle medesime secondo l'ordinario dettato di cui all'incontro delle volontà dei contraenti.

Da ultimo va anche osservato che se il narrato moto a pendolo dei differenti interessi delle parti (pagamento del prezzo per il venditore e tenuta delle garanzie per l'acquirente) vede nella fase contrattuale maggiormente penalizzato l'acquirente – dovendo essergli garantita una serie di valutazioni analitiche che costituiranno il presupposto logico, matematico e addizionale per la determinazione complessiva e finale del prezzo di acquisto delle partecipazioni sociali – nella fase precontrattuale, invece, l'oscillazione maggiore è principalmente a danno del venditore il quale deve sopportare il giogo di una serie di potenziali rischi, deflagranti per la solidità dell'impresa *target*. Ciò premesso, al venditore, una volta raggiunta la massima certezza sulla determinazione o determinabilità del prezzo di vendita, si profilerà un duplice ordine di problemi: quello della garanzia sul pagamento del prezzo e quello della garanzia sulla immodificabilità del prezzo che, in teoria, può avvenire con diverse previsioni, non solo investendo il valore delle quote ma anche sindacando la qualità dell'amministrazione passata (se coincidente il ruolo di soci amministratori). Rispetto all'angolazione di lettura dell'acquirente invece, la valutazione del capitale di una società deve certamente e fondamentalmente investire la sua consistenza e la sua capacità reddituale, laddove l'unione di queste due componenti offrirà una visione d'insieme della forza economica del capitale che sta acquistando, ma il tutto potrebbe non essere ancora sufficiente.

## Specificità nel caso in cui il trasferimento delle partecipazioni sociali non investa l'intero capitale sociale

Decisamente più complicato è l'approccio nel frangente in cui il compratore non miri ad acquisire la totalità del capitale sociale ma si limiti ad una quota di questo. In tale caso, intuitivamente, l'operazione in esame si presenta più delicata, perché, ai fisiologici problemi connessi alla predisposizione di un sistema che sempre garantisca alle parti una rispondenza tra valori richiesti e ricavati, vanno aggiunti tutti gli aspetti legati alla futura convivenza e co-amministrazione delle parti stesse. Ciò che è di interesse precipuo delle minoranze è che il loro ruolo e i loro poteri incidano all'interno della vita società e la condizionino quanto più possibile. Ma come si misura questa capacità di influire sulle scelte gestionali altrui? Anticipato che la società è una “comunità” che si nutre e cresce sulla base del principio, crudo e aritmetico, del rispetto delle decisioni della maggioranza, si potrebbe epilogare che tanto più elevata è la percentuale del capitale sociale che la minoranza possiede tanto più essa avrà voce in capitolo. Il primo quesito da risolvere è, quindi, lo stabilire la quota che, nel caso concreto, conferisce più potere.

Al solito, non è agevole stabilire una regola perché dalle sue maglie fuoriescano sistematicamente tutta una serie di eccezioni, difficilmente enumerabili in questa sede nella loro interezza e che ne contraddirrebbero la validità. Per comodità rappresentativa ed espositiva, indicheremo un principio generale, in qualche modo più “politico”: la minoranza dovrà cercare di condizionare quanto

più possibile le decisioni di tutti gli organi di amministrazione e/o di controllo della società, introducendo dei quorum che rendano necessario il suo coinvolgimento nella presa delle decisioni reputate strategiche. Si potrà obiettare che non tutte le minoranze azionarie puntano ad essere coinvolte nella vita sociale. Vero, ma l'obiettivo del raggiungere un quorum ottimale di controllo del potere della maggioranza non va visto solo in termini di partecipazione fattiva ma anche quale futuro valore di scambio, nel senso che tanto più la maggioranza ha bisogno della minoranza per decidere e questa ha degli strumenti per frapporsi, tanto più la prima è disposta a pagare la partecipazione della seconda perché questa smetta di ostacolarla. Il potere di controllo delle minoranze non va letto per la sola incidenza nelle decisioni sociali ma anche per il valore economico delle partecipazioni a ciò conseguente, per cui apparirà di rilievo l'individuazione delle tecniche a protezione di una sempre maggiore partecipazione alla vita sociale, premesso che tra maggioranza e minoranza si sia trovata l'intesa sui poteri di controllo e/o cogestione riservati a quest'ultima. Sul punto le soluzioni, per grandi famiglie, non possono essere che l'introdurre nello statuto sociale dei principi che diventino il regolamento per tutti i soci, presenti o futuri, acquisendo con ciò una sorta di "realità" (*erga omnes*), oppure stipulare tra loro dei patti parasociali aventi "forza" rigorosamente solo tra le parti stipulanti (*inter partes*). Per meglio chiarire, mentre un nuovo socio che subentra nell'acquisto di partecipazioni altrui è tenuto all'osservanza delle regole dello statuto anche se "colpevolmente" non le conosce, ciò non vale per le regole dei patti parasociali. Premessa questa rievocazione sintetica e certamente non esaustiva di una serie di dogmi societari, possiamo affermare con sicurezza che la minoranza ha sem-

pre una maggiore convenienza a "cesellare" più lo statuto che i patti parasociali (vista la diversa intensità di tutela: nel primo caso con un obbligo di rispetto senza discussione, nel secondo... dipende!) per vedere inseriti nello statuto stesso quanti più elementi possibili di tutela dei propri interessi e/o aspettative di partecipazione alla vita sociale. Il rovescio della medaglia è il rischio che questi consensi allargati, negoziati tra i soci e previsti nello statuto, possano provocare una paralisi (o comunque un rallentamento) dei processi decisionali, da cui la necessità e convenienza a disciplinare esattamente portata e applicazioni, magari anche perché nel corso degli anni cambiano gli interlocutori originari ai patti stessi per i fenomeni successori più vari possibili.

## Partecipazioni sostanzialmente paritetiche e clausole tese alla conservazione del rapporto sociale

Come anticipato, talvolta si riscontra che la composizione del capitale sociale della società presenta i due blocchi tradizionalmente avversari su posizioni numeriche sostanzialmente paritetiche. Quando vi siano due azionisti (o due gruppi di azionisti) rappresentanti ciascuno il 50% del capitale e/o il consiglio di amministrazione sia costituito da un numero pari di membri di cui la metà espressi da un azionista (o gruppo di azionisti) e l'altra metà espressi dall'altro azionista (o gruppo), l'eventuale divergenza su un argomento oggetto di delibera assembleare o di decisione del consiglio di amministrazione impedisce l'adozione di qualsiasi delibera o decisione e può provocare una situazione

di stallo. Il medesimo evento può verificarsi anche quando si fronteggiano un socio di maggioranza e uno di minoranza (ovvero un gruppo di azionisti di maggioranza e un gruppo di azionisti di minoranza) ma, a causa della previsione statutaria o pattizia di quorum assembleari particolari o di speciali regole di funzionamento del consiglio di amministrazione, il dissenso del socio minoritario o degli amministratori, espressione dello stesso, rende impossibile l'adozione di delibere assembleari o di decisioni consiliari. Questa ultima situazione viene definita, nella terminologia anglosassone, di "*stalemate*". Comunemente, tuttavia, per comodità di trattazione, anche tali situazioni vengono raggruppate, insieme ai casi di strutture  *fifty-fifty*, sotto il concetto omnicomprensivo di *dead lock*, termine impiegato per indicare una situazione di impasse degli organi sociali della società il cui stallo può essere operativo, gestionale o anche decisionale. È evidente che in una realtà dinamica quale è l'impresa non sia accettabile, anzi costituisca un rischio mortale per la stessa sua sopravvivenza, che le situazioni di stallo possano persistere oltre i tempi tecnici di risoluzione, per cui il dover trovare delle soluzioni dirimenti i conflitti andrà ad aggiungersi a tutti i problemi generali, già affrontati, delle compravendite.

Per dirimere il *dead lock* sono state individuate due grandi stirpi di soluzioni, mutuate prevalentemente dal diritto internazionale e/o latamente dalle formule di cooperazione internazionale, all'interno delle quali inseriamo la più ampia varietà di accordi di cooperazione tra imprese, *joint ventures*, associazioni temporanee, consorzi, *project financing*. Queste clausole possono essere tese a:

1. mantenere in vita il rapporto sociale (breaking provisions);

to sociale (dissolution provisions). Si opterà per una di queste alternative tenendo in debita considerazione non solo tutto ciò che è oggetto di una valutazione *standard* ma anche le caratteristiche delle parti coinvolte, le loro rispettive possibilità economiche con la conseguente possibilità di giocare al rialzo, le strategie e/o caratteristiche del *partner*, a tendenza gestionale o di consulenza, ecc. Quanto alle clausole tese alla conservazione del rapporto sociale se ne conoscono diverse.

**Clausola per un time out di riflessione tra le parti (cooling off).** Pur tra mille possibili e differenti stesure, il nucleo centrale prevede l'obbligo per le parti di osservare un periodo convenzionale di riflessione per risolvere l'eventuale dissidio operativo, gestionale o decisionale, disciplinando vari step di intervento nelle trattative, semplificati o ritualizzati, da parte delle varie gerarchie aziendali delle società *partner*. Sarà possibile, senza troppa pubblicità, lavare i panni sporchi in casa propria mentre tecnici, profondi conoscitori delle problematiche aziendali, ideeranno le soluzioni più adatte.

**Clausola che prevede la decisione affidata a un socio e/o a chi per lui (casting vote).** La soluzione è una delle più traumatiche e la si adotterà esperito inutilmente il tentativo di conciliazione di cui sopra, perché in pratica prevede che "in caso di conflitto... decido io" (dove si potrebbe intendere il presidente dell'assemblea o del consiglio di amministrazione o il più anziano tra i consiglieri di amministrazione). La gran parte della giurisprudenza ha riconosciuto la validità del *casting vote*, con la sola riserva per il caso in cui vi siano due soli amministratori. In quest'ultima ipotesi, infatti, l'assenso comporterebbe solo un'apparenza di consiglio di amministrazione e una sostanzialità da amministratore unico,

violando il funzionamento dell'organo consiliare e tradendo il principio della collegialità delle descrizioni (nulla *quaestio* ove gli amministratori siano, ad esempio, sei con casting vote riversato a uno di essi). Per mitigare il profondo sbilanciamento della clausola, derivante da squilibri di forza tra i *partner*, in verità non del tutto "paritetici", talvolta si prevede che il *casting vote* operi solo in seconda convocazione oppure che la parte soccombe possa ricorrere ad un arbitrato, per il risarcimento degli eventuali maggiori costi consequenti alla decisione presa con il *casting vote*. La clausola, se accettata dalla minoranza

## La cessione di azioni o quote di una società ha come oggetto immediato la partecipazione sociale e solo quale oggetto mediato la quota parte del patrimonio sociale che tale partecipazione rappresenta.

ranza – spesso in cambio dell'apporto tecnologico, consulenziale o finanziario fornito alla società dalla maggioranza –, risulta estremamente efficace nell'evitare infiniti tentativi di conciliazione e sconta solo la circostanza che la decisione viene affidata a un soggetto che, sebbene proiezione di un determinato gruppo, nel momento della sue elezioni, dovrebbe svincolarsi da influenze del suo elettorato e diventare il portavoce degli interessi verso la società terza.

**Clausola che prevede la decisione affidata ad un terzo soggetto interno agli organi sociali (swing man).** Lo *swing man* è un soggetto che può svolgere il suo ruolo a livello di assemblea – nel qual caso gli si intesta un certo numero di azioni al fine di consentirgli di operare quale ago della bilancia – ovvero a livello di consiglio di amministrazione – nel qual caso, previa nomina con apposita delibera o per cooptazione, lo *swing man* diventa l'arbitro, con diverse tecniche, del *dead lock* gestionale. Peraltra, così operando alcuni (di opinione critica alla clausola) ritengono che si finisce per attribuire un potere decisionale a soggetti non completamente coinvolti, non responsabilizzati nella gestione sociale ed eventualmente, anche incolpevolmente, non a conoscenza di tutte le possibili implicazioni delle loro decisioni, nonché si giunga a costituire una struttura, decisionale all'interno della stessa struttura gestionale naturale, nuocendo in tal modo anche alla stessa indipendenza del soggetto terzo e rendendo difficile il ricucire eventuali strappi tra i soci.

**Clausola che prevede la decisione affidata ad un terzo estraneo agli organi sociali (arbitration).** Quale variabile della soluzione appena indicata, resta l'affidare il *dead lock* alle premure di un terzo estraneo alla compagnia sociale, sulla base di un *voting trust* (nel qual caso i soci si obbligano a trasferire fiduciariamente le proprie partecipazioni al fiduciario per consentirgli il potere decisionale) oppure sulla base di una clausola arbitrale, peraltro con tutti i problemi di inquadramento giuridico del terzo, evidenziati dalla dottrina citata e con il conseguente dubbio sulla arbitrabilità delle questioni controverse e vincolatività delle relative decisioni. Ecco perché si è suggerito, per permettere l'esecuzione delle decisioni del terzo, che la clausola statutaria in esame preveda espressamente che

soci si adoperino affinché le delibere degli organi competenti siano conformi alla soluzione prospettata dal terzo, non essendo immaginabile la sostituzione “automatica” di quest’ultima ad una delibera consiliare o assembleare. Costituisce ipotesi del tutto diversa, per la soluzione *dead lock*, la previsione del ricorso all’ausilio di terzi tecnici esperti. In questo caso, il risultato dell’*expertise* del terzo non sarà mai vincolante per la società la quale potrà adottare le necessarie eventuali deliberazioni, attraverso gli organi sociali competenti. Le insidie sono sempre le stesse e cioè che questo terzo “mago o stregone” degli “accomodamenti sociali” diventi una sorta di *deus ex machina* (o l’amministratore “di fatto” come molte procure ipotizzano) delle strategie aziendali.

## Significato generale delle clausole di divergenza e loro ruolo nelle M&A

Abbiamo potuto comprendere come l’operazione di M&A che non preveda l’acquisto dell’intero capitale sociale del venditore, presenta sempre la necessità di disciplinare le regole che presiederanno alla vita societaria dei futuri nuovi soci, in convivenza.

All’interno di questo ampio tema, uno degli aspetti che merita attenzione e che spesso viene totalmente trascurato, è costituito dalle cosiddette clausole di divergenza: particolari disposizioni che possono rinvenirsi nello statuto sociale, o, incautamente – vedi infra – nella più gran parte dei casi, essere successivamente pattuite mediante la conclusione di patti parasociali, al fine di gestire uno stallo decisionale dell’organo assembleare o consiliare (nei casi più tutelanti) della società, e, quindi, di prevenire i potenziali effetti negativi dello stesso<sup>2</sup>.

La compagine sociale può presentare, nei due blocchi tradizionalmente contrapposti di maggioranza e minoranza, anche in termini di proiezioni gestorie, posizioni numeriche sostanzialmente e, alla fine della conta dei voti, paritetiche o comunque stallate, che, di fatto, rendono l’ente non più governabile. Evidente come, la divergenza di posizioni in merito a una determinata delibera, seppur tipica nella dialettica assembleare o gestoria, sia idonea a cagionare una grave paralisi decisionale, con gravi effetti pregiudizievoli per il soggetto giuridico stesso, anche in termini di appetibilità e valore delle azioni o quote societarie.

Quando si parla di “partecipazioni paritetiche” nel mercato di M&A, idonee a cagionare uno stallo decisionale, pertanto, si deve avere riguardo alle partecipazioni che sono “sostanzialmente” paritetiche, piuttosto che “formalmente” paritetiche. In altri termini, la “pariteticità” che rileva non è intesa come percentuale matematica, bensì come risultato. Può infatti avvenire, per i meccanismi o per i diritti attribuiti a una determinata partecipazione sociale, che una partecipazione risulti “ingessata” a prescindere dal fatto che la stessa corrisponda al 50% del capitale sociale (cui si contrappone una eguale percentuale), così come una partecipazione del 50%, o anche meno, potrebbe risultare, nel caso concreto, ampiamente governabile (in caso di azionario diffuso). In taluni casi, la tecnica di risoluzione di una tale situazione di empasse consente, per usare un’espressione metaforica, al re (ovvero alla società) di evitare lo scacco, pur avendo il resto dei pezzi sulla scacchiera inamovibili, invocando l’ingresso sulla scacchiera di un terzo, super partes, che non può che essere rappresentato dal collegio arbitrale, ovvero dal collegio dei probiviri.

## Cause che generano le divergenze nelle M&A

Entriamo ora nel merito delle possibili cause che generano situazioni di divergenza. Si deve considerare, infatti, che spesso i conflitti tra i soci non derivano da situazioni “patologiche”, quali inadempimenti a obbligazioni assunte, ma originano da una differenza “fisiologica” di orientamenti in merito a determinate scelte gestionali (anche in chiave non immediata bensì prospettica). In questi casi, non vi è un soggetto che ha ragione e uno che ha torto, ma vi sono diverse “filosofie” nell’amministrazione societaria, nella gestione dell’attività, del profitto, nella solidarietà sociale, in una parola in quello che è il “futuro”/ crescita della società. Ecco, quindi, che proprio il descritto disallineamento di posizioni – che può essere amplificato anche causa/grazie l’ingresso di nuovi soggetti nella compagine sociale rispetto ai “soci fondatori” (si pensi anche al caso dei discendenti/coniugi/eredi che subentrano agli originari soci), e pertanto di nuove linee di pensiero – e la difficoltà di stabilire quale dei contendenti abbia ragione, attesa la discrezionalità, e *finanche* insindacabilità, delle scelte da assumere e per cui nasce il contrasto, dà origine a una ostilità dei soci per le soluzioni che comportino l’intervento di un soggetto terzo, magari estraneo alla vita sociale (il quale, a sua volta, avrà una propria linea di pensiero circa la “corretta” amministrazione di una società).

Si ritiene, a tal riguardo, che una diffidenza circa la rimessione ad un soggetto terzo (chiunque esso sia, socio, non socio, arbitratore ecc..) delle scelte manageriali (discrezionali) sia in una qualche misura condizionata anche dall’incertezza applicativa della cosid-

della *business judgement rule*, ossia circa l'insindacabilità delle discrezionali decisioni gestorie: l'amministratore, in altri termini, non può essere chiamato a rispondere in sede di azione di responsabilità delle conseguenze negative delle proprie scelte discrezionali di gestione, laddove abbia rispettato tutti gli obblighi di corretta amministrazione. Un ulteriore profilo da non trascurare, in tal senso, riguarda il possibile ingresso delle nuove generazioni nella compagine sociale e la necessità di temperare la frequente tendenza all'innovazione (che, talvolta, può risultare non giustificata, o finanche temeraria) dei nuovi "giovani" soci, con l'approccio più conservatore della "vecchia guardia", che mira, invece, alla stabilità della società.

Equilibrio non semplice da raggiungere, come detto, in particolare laddove le decisioni debbano necessariamente essere condivise tra i vecchi e i nuovi soci, che, spesso, sono differenziati anche da un *gap* anagrafico che ne orienta e influenza sensibilmente l'approccio gestionale. Ancor di più se sono meri soci "di capitali" o soci "operativi" ovvero familiari/eredi che succedono nella proprietà delle partecipazioni a seguito di operazioni di M&A per i più svariati titoli, magari disinteressati alla partecipazione alla gestione e solo ai profitti.

---

**Uno dei rischi da prevenire in un'operazione di M&A è il possibile stallo decisionale dell'organo assembleare o consiliare, che potrebbe condurre a situazioni di non governabilità dell'azienda.**

Emerge quindi la necessità di un'autentica "pianificazione" societaria quasi in chiave anche successoria.

Possono quindi sussistere differenti approcci gestori e non che, in ultima analisi, impongono di bilanciare i diritti e i poteri in capo ai soci (nuovi od originari), e che, difficilmente, si sposano con soluzioni che rimettono una determinata decisione a un soggetto terzo.

*shoot out-clause*), alla procedura d'asta (eventualmente a busta chiusa), alla predestinazione del socio acquirente, ovvero alle opzioni reciproche.

Seppur ciò possa sembrare un paradosso, il modo migliore per garantire la "vita" della società è quello di scongiurarne la "morte", e ciò mediante la predisposizione, in tempi non sospetti, di idonei meccanismi che diano un'efficiente e celere soluzione ai possibili contrasti che possono verificarsi. Non si deve dimenticare, infatti, che una delle cause di scioglimento di una società (che equivale appunto alla sua morte giuridica), espressamente prevista dall'art. 2484 c.c., è proprio "l'impossibilità di funzionamento o per la continua inattività dell'assemblea".

Le clausole di cui si discorre sono, quindi, volte ad evitare l'insorgenza di stalli, che, se non efficacemente risolti, possono portare alla cancellazione della società. Pertanto, nonostante si possa ritenere che l'obiettivo primario delle parti nell'ambito di una negoziazione iniziale dovrebbe essere incentrato sullo sviluppo e sugli obiettivi di gestione della società, in verità l'esperienza insegna che la disciplina delle clausole di *way out* (ossia, in generale, quelle clausole finalizzate a disciplinare l'uscita di un soggetto dalla compagine sociale) non deve assolutamente essere sottovalutata ma, al contrario, è opportuno rappresenti uno dei temi "caldi" della trattativa sin dai suoi esordi. Tali clausole, infatti, non solo consentono, al momento del bisogno, una fuori uscita ordinata di un soggetto dalla società (evitando contenziosi pregiudizievoli per la stessa), ma, già dall'inizio, rappresentano un ottimo deterrente agli abusi della maggioranza e/o della minoranza, agli stalli pretestuosi che taluno potrebbe generare, così, di fatto calmierando la vita fisiologica della società e limitando gli "scontri". Anche la mera minaccia, da parte di uno dei soci, di attivazione di uno

## Tipologia e struttura delle clausole di divergenza nelle M&A

Alla luce del quadro prospettato, in molte occasioni, pertanto, si osserva una preferenza per soluzioni più categoriche e definitive, che vedono l'espressione massima nel "divorzio" dei soci.

Per dare soluzione al *dead lock*, ossia allo stallo decisionale, per l'effetto, sono state individuate due macrocategorie di soluzioni, le quali possono: 1) essere volte alla conservazione del rapporto sociale (*breaking provisions*); ovvero 2) favorire lo scioglimento del rapporto sociale (*dissolution provisions*).

È proprio nell'ambito di quest'ultima macrocategoria che si rinvengono le clausole di divergenza, le quali sono volte a determinare – in caso di stallo decisionale – lo scioglimento del rapporto sociale nei confronti di uno solo dei partecipanti al capitale sociale, e con le quali, in particolare, si disciplina l'uscita dalla compagine sociale mediante la vendita della partecipazione a condizioni "prestabilite".

Le clausole di divergenza, in particolare, possono assumere diverso contenuto e diverse conformazioni, dando origine, a titolo esemplificativo, alla cd. *Russian roulette clause* (pura o modificata, denominata in quest'ultimo caso *Texas*

dei meccanismi previsti, idoneo a determinare l'uscita di un soggetto dalla compagine sociale, invero, può talvolta rappresentare un valido deterrente per i conflitti "superflui" e pretestuosi.

Ci soffermiamo ora sullo schema base delle clausole in esame. Al verificarsi di una situazione di stallo decisionale – predefinita e perimettrata dalla clausola stessa – un socio può formulare un'offerta volta all'acquisto – a un prezzo dallo stesso unilateralmente determinato – della partecipazione azionaria altrui. La controparte, dal canto suo, una volta ricevuta l'offerta, potrà decidere se vendere la propria partecipazione, ovvero acquistare, al medesimo prezzo, la quota del proponente.

Ebbene, tale clausola, più che mai, impone di considerare e valutare la dinamica del "moto a pendolo" – metafora che spesso utilizziamo per descrivere il dinamismo degli equilibri sottesi alla realtà societaria e, più in generale, contrattuale. La dinamica del pendolo, segnatamente, determina un necessario bilanciamento degli interessi contrapposti mediante la pattuizione contrattuale di tutele ("bilanciate"). Il pendolo, infatti, comporta che l'eccesso di tutele (contrattuali) richieste (o finanche pretese) da una delle parti si riveli motivo di speculari specifiche tutele per l'altra, portatrice di interessi contrapposti. Moto a pendolo che, attraverso un'eterogenesi dei fini, consente, in definitiva, di superare i dubbi di legittimità della clausola in esame sia sotto il profilo del principio di equa determinazione del valore della partecipazione da alienare, sia in relazione all'oggetto della clausola, da taluni ritenuto rimesso al mero arbitrio della parte. Colui che – al momento del verificarsi del cd. *trigger event*, evento presupposto per l'attivazione della roulette russa – formula la proposta d'acquisto, infatti, sarà "per natura" portato a proporre un prezzo "giusto", ovvero, in altri termini, a valorizzare

"equamente" la partecipazione societaria da acquistare. Il proponente, infatti, è ben consapevole che, laddove l'oblato ritenga di non vendere la propria partecipazione azionaria, quest'ultimo potrà acquistare il pacchetto azionario del proponente al medesimo prezzo dallo stesso inizialmente offerto. Chi propone di acquistare, in altri termini, deve pensare: a quanto sarei disposto a vendere la mia quota? Quanto vale realmente la mia quota?

## **Clausole di divergenza e clausole di trascinamento nelle M&A**

Principio che, invece, parte della dottrina e della giurisprudenza ritengono cogente per le cd. clausole di trascinamento, ossia quelle clausole in forza delle quali il socio di maggioranza che decide di alienare la propria partecipazione nel mercato M&A, può, di fatto "trascinare" nella vendita anche il socio di minoranza, il quale sarà tenuto a vendere le proprie azioni al terzo acquirente, al medesimo prezzo negoziato dal primo. Clausole che, seppur apparentemente distinte dalle clausole di divergenza, spesso nella pratica risultano strettamente correlate a queste ultime, incrociandosi tra loro secondo uno schema gerarchico di applicazione. Rendendo, così, necessaria, una valutazione complessiva di sistema, non potendo limitarsi ad analizzare le une senza considerare le altre<sup>3</sup>.

Ma – salva la frequente interrelazione tra le due predette "categorie" di clausole – a ben vedere, il diverso trattamento della *Russian roulette* clause rispetto alla clausola di trascinamento, risulta giustificato, oltre che dalla diversa funzione delle sopracitate clausole,

anche dalla diversa posizione giuridica del soggetto che aliena la propria partecipazione sociale. Mentre la *roulette russa* ha il dichiarato fine di risolvere i contrasti e gli stalli decisionali che possono insorgere nella vita della società, e quindi persegue lo scopo di garantire la sopravvivenza della stessa e consentire la prosecuzione del progetto imprenditoriale (evitando la liquidazione della società stessa), la clausola di trascinamento risponde al fine di consentire al socio di maggioranza una più agevole cessione del proprio pacchetto azionario (il venditore, infatti, potrà "obbligare" il socio di minoranza alla vendita delle proprie azioni, rendendo più appetibile per l'acquirente l'acquisto).

Pertanto – ferma la naturale "equa" determinazione del prezzo di cessione che si viene a determinare per effetto della *roulette russa*, e del "rischio bilaterale" insito nella stessa – tale clausola risulta volta alla tutela del superiore interesse della società stessa. Interesse che sembra, in ogni caso, prevalere sull'interesse dei singoli soci. Interesse che, al contrario – e, da qui, a parere dello scrivente, anche il diverso approccio al principio della "equa determinazione del valore" – non si rinvie nella ratio delle clausole cd. *drag along*, ove l'interesse del socio di maggioranza è pari ordinato al contrapposto interesse del socio di minoranza.

Peraltro, nel caso della clausola di *drag along*, il socio di minoranza si trova in una situazione di assoluta soggezione rispetto alle determinazioni assunte dal socio di maggioranza alienante. Se il socio di maggioranza vende, anche il socio di minoranza deve vendere alle medesime condizioni. Non risultando, quindi, quel naturale bilanciamento che invece caratterizza la *roulette russa*, è necessario che il prezzo della cessione sia rimesso a criteri predeterminabili e sottratti, in questo caso sì, all'arbitrio della parte alienante.

Con riguardo alle clausole di trascinamento, nonché alle clausole di *bring along* e di *tag along*, non si può sottacere come le stesse comportino, nel momento applicativo, notevoli complessità in punto di determinazione del prezzo di vendita. In particolare, si evidenzia che le clausole di *drag along* (ove il socio che aliena può imporre anche agli altri soci la vendita delle partecipazioni), così come le clausole di *bring along* (ove è il terzo che ha il diritto di acquistare anche le altre partecipazioni, oltre a quelle per le quali era iniziata la negoziazione) – per effetto delle quali si verifica uno stato di soggezione dei soci di minoranza alle scelte rispettivamente del socio di maggioranza e del terzo acquirente – nel mercato di M&A presentano delle “insidie”, che impongono di prevedere delle garanzie in capo ai soggetti che subiscono le decisioni altrui.

Come emerge da quanto già sopra illustrato, il fenomeno del “trascinamento” spesso risulta particolarmente insidioso per un equo bilanciamento dei contrapposti interessi delle parti coinvolte. A fianco della già menzionata clausola del *drag along* (ove il socio di maggioranza trascina forzatamente i soci di minoranza nella vendita), in particolare, si pongono anche distinte pattuizioni della stessa “famiglia”. Si deve citare, in tal senso, il patto di accomodamento (*tag along*), in forza del quale il socio di maggioranza che vuole trasferire la propria quota è tenuto a garantire, anche ai soci di minoranza, la possibilità di vendere alle medesime condizioni (senza vincolarne la scelta). Ciò, ovviamente al fine di consentire ai soci minori di uscire dalla compagine sociale al mutamento del controllo della società, valorizzando la propria partecipazione. Così come si deve menzionare la clausola di *bring along*, ove il terzo acquirente, al momento dell’acquisto della partecipazione di maggioranza, può decidere

**Le clausole di divergenza si collocano nella categoria delle “*dissolution provisions*”, determinando, in caso di stallo decisionale, lo scioglimento del rapporto sociale nei confronti di uno solo dei partecipanti al capitale sociale mediante la vendita della partecipazione a condizioni prestabilite.**

di acquistare anche la partecipazione di minoranza.

Differenti schemi che determinano mutevoli dinamiche e differenti equilibri in tema di determinazione del prezzo di vendita delle quote (di maggioranza e di minoranza) oltre che di tutela delle minoranze dagli abusi dei soci “forti”. Il pendolo, al variare di tali clausole, muta il proprio angolo di oscillazione.

## Tecnica di redazione delle clausole di divergenza: problemi pratici

La regola da tenere a mente per la corretta predisposizione delle clausole in esame – e per garantire un funzionamento delle stesse nel mercato M&A che sia effettivamente equo – pertanto, è la seguente: garantire un equilibrio della clausola, nel momento in cui non si sa ancora se si sarà acquirenti o venditori. Se, infatti, si negozia una siffatta clauso-

la “in corso d’opera”, il soggetto che non ha alternative se non vendere, valorizzerà tutto solo in termini di interesse unilaterale, e, specularmente, farà chi deve acquistare. Il principio cardine alla base di queste clausole – ossia la bilateralità del rischio (non so se venderò o acquisterò) – nasce proprio dall’incertezza circa il verificarsi di uno o dell’altro evento.

Come già anticipato, anche in questo caso, si manifesta il rischio, in concreto, di storture del sistema e di abusi da parte di uno dei soci (presumibilmente il socio economicamente più forte). Quest’ultimo, infatti, consapevole dei “limiti di disponibilità finanziaria” della controparte, potrebbe essere indotto ad offrire un prezzo maggiorato (superiore al valore della partecipazione), tale da precludere la possibilità di scelta in capo all’oblato. Non potendo offrire il prezzo proposto, sarà tenuto necessariamente a vendere il proprio pacchetto azionario.

In una versione modificata della *russian roulette clause*, peraltro, si prevede che il soggetto che riceve l’offerta di acquisto può, invece che decidere se vendere od acquistare, a sua volta “rilanciare”, formulando una controfferta per acquistare la partecipazione dell’originario proponente. Il prezzo di acquisto, in tal caso, salirà fin quando le parti non smetteranno di rilanciare. Spesso, al fine di accelerare i termini, si prevede un termine entro il quale chi riceve l’offerta deve pronunciarsi, alla scadenza del quale il silenzio viene equiparato ad accezione dell’ultima offerta ricevuta.

Ebbene, è del tutto evidente che, in tal caso, i rischi di eventuali abusi da parte del socio “forte” (in quanto dotato di maggior disponibilità economica) sono ancora più elevati. In questo caso, infatti, il socio “debole” è certamente destinato a soccombere, senza la possibilità di attuare alcuna strategia di contromisura. Una possibilità di tutela



## **La regola aurea per la corretta predisposizione delle clausole di divergenza è la definizione per tempo delle condizioni quando ciascuna controparte non sa ancora come potrà esercitare i diritti che le clausole consentono.**

per il socio “debole” può derivare dalla previsione di diversi istituti, quali la previsione di un preventivo mandato a terzi per vendere le quote, ovvero – nel caso di effettiva esecuzione della roulette – dalla preventiva disciplina di una clausola sul cd. *earn out*, ossia di una clausola che preveda il pagamento, da parte dell’acquirente, di un prezzo (per la partecipazione acquistata), parametrato sul rendimento societario e sul raggiungimento di determinati livelli di produttività/fatturato, da pagarsi in via addizionale al prezzo base pattuito in ragione di futuri eventi connessi anche a successivi trasferimenti delle stesse partecipazioni nel mercato di M&A. Così come nel caso in cui venissero accorciati eccessivamente i termini della gara, in modo tale da non consentire alla parte interessata il potenziale reperimento, da terzi, della provvista necessaria alla liquidazione del socio uscente.

Pertanto, se è certo che la “gara” consente una maggiore trasparenza, e sul piano astratto, appaia “bilanciata”, in realtà, questa modalità potrebbe risultare gravemente iniqua. Iniquità che, viceversa, potrebbe essere evitata mediante la predisposizione di un meccanismo che preveda la formulazione di

offerte reciproche in “busta chiusa”. Chi offre di più acquista, al prezzo offerto, l’altrui partecipazione. Chi offre di meno, vende. In siffatta ipotesi, infatti, ciascuna delle parti sarà portata a formulare un’offerta “equilibrata”, evitando le “sperequazioni” derivanti dalle diverse risorse economiche delle parti contrapposte. Il socio di maggioranza, in particolare, alla luce di un tale meccanismo, non potendo fare affidamento su rilanci successivi, sarà portato ad offrire sin da subito un prezzo di acquisto elevato, per il timore di vedersi costretto a vendere la sua partecipazione (nel caso in cui la sua offerta sia inferiore a quella della controparte).

Alla luce dell’estrema complessità, sia nel suo momento “statico” – ossia al momento della predisposizione della clausola, sia essa inserita nello statuto sociale, sia essa oggetto di un contratto parasociale – sia nel suo momento dinamico – quando cioè il meccanismo della roulette russa prende il suo avvio, ed il socio interessato inserisce il proiettile nel caricatore, formulando la proposta d’acquisto – la clausola della roulette russa deve essere oggetto di scrupolosa analisi da parte della compagnie societarie, con particolare riferimento alle relazioni che intercorreranno tra tale

## **In conclusione**

Risulta necessario, alla luce di quanto esposto, tenere ben distinto il momento della stipula di tale clausola – con riferimento al quale deve essere valutata la causa concreta della pattuizione, la sua legittimità e meritevolezza sotto un profilo statico – dal momento esecutivo della stessa, che presuppone, invece, un giudizio sulla condotta (eventualmente abusiva) di una delle parti.

E ciò, per tutte le complessità applicative sopra esposte, rappresenta un’arma a doppio taglio. Non sempre, infatti, un’assoluta parità di trattamento risulta “accettabile” perché rende i soci eguali come diritti, a tutti gli effetti.

Alla luce di quanto detto, pertanto, nella prassi, si osserva una netta preferenza per la previsione di tali clausole mediante la stipula di patti parasociali (con efficacia relativa tra le parti contraenti). Questi patti, infatti, consentono di evitare una generale equiparazione della compagnie sociale, garantendo un trattamento e diritti “individuali” a ciascun socio (o categorie di soci). Permettendo, in definitiva, di raggiungere una maggiore “pariteticità sostanziale”.



clausola con le differenti (ma, come visto, strettamente correlate) clausole di *way out, drag, tag* e *bring along*, oltre che con tutte le ulteriori pattuizioni che disciplinano, direttamente o indirettamente, l'amministrazione della società. Si ritiene, infatti – considerati i molteplici e variegati interessi in gioco, e le variabili che si possono delineare nei rapporti sociali – che la miglior tutela per la compagine sociale, e in ultima analisi per la società stessa, possa es-

sere perseguita mediante la predisposizione di un sistema “armonizzato” dei diversi istituti sopra delineati (tutto o parte di essi), tutti previsti e disciplinati ma invocabili secondo una gerarchia applicativa predeterminata, la quale dovrà adattarsi, di volta in volta, al caso concreto.

Traendo le somme di tutto quanto sopra esposto, in definitiva, si osserva che il concetto di “equità” e di giustizia non può nella prassi essere considerato in

termini astratti ed assoluti. Il punto di partenza, la situazione di base, di ogni singolo socio – e più in generale di ciascun soggetto coinvolto nelle dinamiche sociali – non è mai il medesimo. Una corsa “cieca” a una egualianza assoluta tra i vari soggetti, pertanto, seppur in astratto possa sembrare “giusta”, rischia di determinare, nel concreto, gravi ingiustizie e sperequazioni.

1. Dal volume: Ponti, L. e Masetti, M. (1997), *La vendita garantita delle partecipazioni sociali*, Cedam, Padova. Altrettanto avveniristica è la prefazione al libro di Alessandro Benetton, già protagonista quale figura di investitore istituzionale con la società 21 Investimenti Spa.
2. Non vi è molta giurisprudenza e dottrina sul tema, che rimane ancora parzialmente inesplorato per tutti gli impatti che può produrre nonostante la decisività che esso riveste. Tra i contributi: Busi, C.A. (2015), Tecniche di soluzione delle situazioni di stallo decisionale nelle compagnie societarie, *Società & Contratti, Bilancio & Revisione*, No. 9, pp. 6-20; Gagliardi, G. e Molinari, M. (2013), Società 50-50, come risolvere eventuali dissidi? *Amministrazione & Finanza*, No. 2, pp. 47-58; Ginez, G. (2016), Una coppia di soci a partecipazione paritaria nelle società di capitali: Analisi e risoluzione del fenomeno del business deadlock, *Rivista Notarile*, No. 3, pp. 101-122; Irrera, M. (2015), *Le acquisizioni sociali*, Zanichelli, Bologna; Lantino, S. (2007), *Acquisizioni di aziende e partecipazioni: Aspetti legali e tributari*, Ipsos, Milano; Ponti, L. e Panella, P. (2006), *Le partecipazioni sociali ingovernabili*, Giuffrè, Milano; Proverbio, D. (2004), *I patti parasociali: Teoria e prassi*, Ipsos, Milano.
3. Ponti, L. e Panella, P. (2008), *La “preferenza” nel diritto societario e successorio*, Giuffrè, Milano.



INTERVISTA A GIOVANNI GAJO E GIANMARCO RUSSO / FRANCESCO GATTO

# Le operazioni straordinarie come scelte di finanza imprenditoriale per la crescita

**P**er parlare di crescita e di finanza per lo sviluppo nel Nord-Est, la figura di Giovanni Gajo è certamente un punto di riferimento, indiscutibilmente "il padre nobile della finanza per la crescita". Fondatore e Presidente di Alcedo SGR, società trevigiana attiva da oltre 20 anni nell'assistenza e consulenza in operazioni di finanza straordinaria e nell'attività di *private equity*, Giovanni Gajo ha maturato una lunga esperienza nel segmento del *merchant banking* ricoprendo importanti cariche direzionali, con oltre 150 operazioni dirette e una ampia conoscenza della realtà aziendale del Nord-Est. Assieme a Giovanni Gajo abbiamo coinvolto in un dialogo tra esperti e addetti ai lavori, per la sua capacità di lettura delle dinamiche di sviluppo del tessuto imprenditoriale del Nord-Est, Gianmarco Russo, attualmente Direttore Generale di Confindustria Veneto Est e in precedenza, per diversi anni, attore nel mondo del *private equity* re-



**Acquisizioni e aggregazioni rappresentano sempre più una necessità per le imprese. Sono operazioni complesse che richiedono adeguata cultura manageriale e che si traducono in interventi su misura, sartoriali. I fondi possono giocare un ruolo importante per sostenere la crescita, ma solo adottando un approccio industriale e ragionando in un'ottica di "finanza imprenditoriale".**

gionale con il ruolo di Direttore Generale di Veneto Sviluppo.

Ne è emerso un confronto interessante che mette in luce, sotto vari punti di vista, un concetto fondamentale per una diffusione dei processi di acquisizione e aggregazione e della possibile apertura ai diversi strumenti di capitale per lo sviluppo: la visione della finanza per la crescita come leva da concepire in un'ottica in primis imprenditoriale. È un concetto che in questo numero di *TeMa* è presente in diversi altri contributi e testimonianze a conferma che tale approccio può realmente fungere da volano per lo sviluppo del sistema imprenditoriale, soprattutto delle PMI, in uno scenario che, come sarà specificato, si presenta complesso e che richiede visione, lungimiranza e coraggio.

**Per iniziare a discutere con Giovanni e Gianmarco, proverei a ragionare sul livello di consapevolezza e sensibilità da parte del tessuto imprenditoriale tipico del Nord-Est riguardo all'importanza e alla necessità della crescita aziendale e a come inquadrare in tale contesto l'opzione dello sviluppo per linee esterne.**

**RUSSO** — Avvio la riflessione e il dialogo con un'argomentazione di cornice. Penso che sia assodato ormai che la decrescita felice come concetto non ci appartiene e purtroppo non è neanche un'opzione percorribile. La nostra economia nazionale, ma anche regionale, è contestualizzata in un sistema di grande competizione dove occorre sapersi muovere nell'arena del mercato e riuscire ad emergere. In tale scenario, la crescita non è più un'opportunità, ma, di fatto, una necessità. Crescita significa mantenere e gradualmente incrementare le proprie quote di mercato; quindi, la decrescita felice non può esistere, non appartiene al nostro linguaggio, in quanto non è assolutamente percorribi-

le nella contestualizzazione del nostro sistema economico locale. Sarebbe una vera utopia! E quindi penso che ormai sia abbastanza diffusa una certa consapevolezza del concetto della crescita come strada obbligata sia da parte degli imprenditori (e in particolare delle nuove generazioni che hanno assunto oggi le redini nella conduzione delle aziende), sia da parte del *management* con ruoli di responsabilità in azienda. Allora, come attuare la crescita? Sicuramente la crescita per linee esterne, quindi anche tramite accelerazioni indotte da aggregazioni o acquisizioni, è una scelta spesso opportuna e talvolta anche necessaria e inevitabile. Dal mio punto di vista, la maturazione di questa consapevolezza è ulteriormente confermata da un sondaggio che, come Confindustria Veneto Est, abbiamo realizzato nei mesi di giugno e luglio 2023. Il sondaggio ha avuto l'obiettivo di misurare la percezione delle imprese in relazione alla rischiosità del mercato del credito, con particolare riferimento alle effettive possibilità di accesso al finanziamento bancario e a quali condizioni di costo e di tasso in un contesto in cui, come sappiamo bene, l'accesso al credito non è più scontato e soprattutto molto più oneroso rispetto ad alcuni anni fa. Il sondaggio ha raccolto 250 adesioni tra le circa 5.000 imprese associate; quindi, un numero non elevatissimo ma senz'altro rappresentativo e in grado di esprimere risultati attendibili. All'interno del sondaggio, in una sezione del questionario, abbiamo anche richiesto alle imprese di indicare la propria propensione rispetto alla possibile apertura del capitale sociale, come opzione per agevolare la crescita e per innescare i cambiamenti necessari per accelerare il percorso di sviluppo. A tale quesito, circa il 30% delle aziende ha espresso un parere favorevole rispetto all'opzione dell'apertura del capitale come possibile strumento per supportare la

crescita. Un dato molto interessante, per certi versi sorprendente, probabilmente maggiore delle attese e che conferma come sia decisamente rafforzata negli ultimi tempi la consapevolezza dell'importanza e necessità della crescita.

**GAJO** — Sono totalmente in sintonia con Gianmarco rispetto alla considerazione che la decrescita felice sia un'utopia! Sono convinto che dobbiamo puntare alla crescita, che però non sarà più la crescita sostenuta e impetuosa che siamo abituati a immaginare, merito dello sviluppo dei mercati che in ogni anno si espandevano progressivamente. Adesso, pensare nei prossimi anni a certi ritmi di crescita appare decisamente improbabile, in un uno scenario in cui si contrarranno molti mercati tradizionali e in cui i settori innovativi vedranno una competizione pesante e aggressiva. Assisteremo ad una crescita diversa e non necessariamente a livello di fatturato. La nostra economia registra un livello di consumi troppo elevato ed è molto probabile una loro riduzione lenta ma progressiva. Dobbiamo dunque essere consapevoli della necessità di cambiare il modello produttivo che ci ha accompagnato fino ad oggi. I guasti di tale modello (come in particolare il riscaldamento globale e l'inquinamento) impongono necessariamente una forte riflessione. La torta non è più come ai tempi del miracolo economico quando si espandeva continuamente. I mercati non si espanderanno e anzi vedranno un aumento della concorrenza. In questa prospettiva, diventa vitale per le imprese agire in termini di crescita per linee esterne, e il veicolo è quello delle acquisizioni oppure degli accorpamenti. La crescita dimensionale consentirebbe alle imprese di poter produrre con costi più competitivi, di avere maggiore forza negoziale, di migliorare la logistica. Il noto proverbio "l'unione fa la forza" è quanto mai attuale e vero in

questo scenario. L'unione è un obiettivo necessario ma per niente facile e semplice da perseguire. Le imprese, a parer mio, dovrebbero quindi, in primo luogo migliorare la gestione ordinaria razionalizzandola, e in secondo luogo puntare sulla gestione straordinaria tramite acquisizioni oppure accorpamenti in cui più operatori (anche concorrenti) si uniscono attraverso specifici accordi (che nella ipotesi minima consentono una riduzione dei costi).

**RUSSO** — Ricordando anche il cambiamento culturale necessario ad innescare i processi di crescita di cui stiamo parlando. Mi fa piacere citare al riguardo il caso di un imprenditore che ha guidato la propria azienda con il fratello e anche con il figlio, espressione della quarta generazione della famiglia. L'imprenditore era ed è tuttora al timone di un'azienda solida, con un suo preciso posizionamento, una stabile quota di mercato, con fatturati e marginalità semi-costanti in un contesto BtoC complesso e competitivo. Un'azienda molto sana, strutturata, equilibrata che apparentemente non sembrava avere alcuna ragione per osare e operare un cambio di paradigma strategico. Anche a livello economico e finanziario le condizioni apparivano totalmente soddisfacenti. Eppure, di fronte al cambio di scenario economico, l'imprenditore ha iniziato a valutare la proposta di giocare una partita differente, andando a disegnare e comporre un percorso di integrazione, nel quale l'azienda avrebbe costituito il soggetto pivot di un grande puzzle. Superato lo scetticismo iniziale, l'imprenditore ha aderito con convinzione al progetto avviando un percorso che ha visto un progressivo sviluppo, anche con un focus sulla crescita per linee esterne (sono state effettuate già due operazioni straordinarie). Le integrazioni hanno quindi dato vita a un polo che si è consolidato dando luogo

a una realtà di dimensione nazionale e con una maggiore credibilità nella negoziazione con le controparti commerciali. Siamo dunque di fronte a un caso di un'azienda che ha fiutato l'aria del mercato, ne ha compreso le opportunità ma anche i rischi, che ha immaginato come avrebbe potuto essere il futuro e che ha deciso di mettersi in discussione avviando un percorso strategico di cambiamento e crescita.

**Ragioniamo ora sul grado di maturità e padronanza delle imprese rispetto a come gestire un processo di M&A e di aggregazione. La partita di un processo di M&A si "gioca" non solo su analisi e valutazioni tecniche (finanziarie, legali, fiscali ecc.), ma anche su aspetti psicologici, relazionali, su negoziazioni complesse. Quali secondo voi possono essere le condizioni e i fattori che potrebbero agevolare o favorire uno sviluppo dei percorsi di crescita per linee esterne?**

**GAJO** — Lo scenario, come si è visto, è favorevole a queste operazioni straordinarie e abbiamo ormai numerosi esempi di aziende italiane che hanno avviato una stagione di crescita tramite M&A raggiungendo dimensioni ragguardevoli e imponendosi all'attenzione dei mercati internazionali. Occorre tuttavia essere franchi nel ribadire che un processo di M&A non è affatto semplice. Parliamo di un processo che deve maturare prima di tutto nella testa dell'imprenditore. E dobbiamo assolutamente evitare l'errore, spesso compiuto da alcuni professionisti, di considerare l'M&A come un'operazione esclusivamente di tipo tecnico. Frequentemente, nel ragionare su una possibile operazione di acquisizione si discute e si dibatte di aspetti tecnico-economici, quali la compatibilità dei mercati, la compatibilità dei prodotti, la gestione dei marchi. Sono tutti elementi impor-

tanti, ma sono aspetti che emergono a valle in quanto a monte ci deve essere necessariamente, come conditio sine qua non, la scintilla, o per meglio dire, la strategia che nasce (o viene sviluppata) nella testa dell'imprenditore o degli imprenditori. La crescita per linee esterne, nella prospettiva dell'impresa che ha una strategia di sviluppo, può avvenire in due modi: tramite progetti di acquisizioni (diventando quindi "cacciatori") oppure attraverso accordi di collaborazione/cooperazione con altri compagni di viaggio. In realtà, ci sarebbe anche un'opzione diversa, vale a dire la scelta strategica di vendere l'impresa qualora l'imprenditore, per molteplici motivazioni, non avesse voglia o intenzione di crescere oppure vedesse complicato il ricambio generazionale e decidesse appunto di cedere l'impresa; ed è un'opzione che può avere un senso anche da un punto di vista economico, per evitare di dover vendere tardivamente negli anni successivi l'impresa a prezzi che sarebbero quasi certamente inferiori a quelli che potrebbero essere negoziati oggi. Il vero snodo per le imprese che hanno una strategia di sviluppo è quindi – come ha appena esemplificato Gianmarco – di tipo culturale; i problemi tecnici in qualche modo si risolvono. Sono assolutamente convinto che si possa affrontare meglio la turbolenza dei mercati dei prossimi anni mettendo assieme piuttosto che rimanendo soli; però è fondamentale che coloro che si mettano assieme siano reciprocamente complementari e funzionali, che abbiano competenze ed esperienze differenti e integrabili, altrimenti è preferibile l'opzione acquisitiva. Quindi, ribadisco come queste operazioni straordinarie siano assolutamente necessarie e auspicabili e al tempo stesso complesse, anche perché in Italia continuiamo ad avere un retaggio storico dal dopoguerra in avanti, di una cultura delle aziende di tipo padronale. Questo retaggio negli

ultimi 10-15 anni si è ridimensionato, ma rimane ancora un passaggio culturale da completare. Mettersi insieme con quello che era ieri un concorrente e che oggi potrebbe diventare un alleato, è un salto di mentalità significativo nella concezione e visione complessiva dell'impresa.

**RUSSO** – Aggiungo una considerazione. Penso che l'imprenditore motivato a compiere un percorso di crescita dovrrebbe ancor prima effettuare una diagnosi su sé stesso e sulla sua azienda. E l'autodiagnosi presuppone da parte dell'imprenditore un confronto con una figura esterna di fiducia che lo possa mettere nella condizione di *comfort*, ma anche di riflessione critica attraverso domande giuste e mirate.

Soprattutto se un imprenditore decidesse di avviare percorsi non ordinari e si affacciasse per la prima volta su un possibile progetto di crescita e di aggregazione, è quanto mai opportuno che si possa precedentemente confrontare con persone competenti e di fiducia e che faccia una sua obiettiva autodiagnosi. Le domande giuste devono essere poste per tempo e non a cose fatte. In caso contrario, il rischio è di attivare un percorso capendo solo in corso d'opera di aver compiuto scelte errate o frettolose. Ad esempio, non c'è cosa più pericolosa che sbagliare le acquisizioni (scegliendo un'impresa target con cui non si riesce a costruire le sinergie ipotizzate) e finanziarle in modo rischioso con un eccesso di debito. Pertanto, è cruciale partire a monte con una vera autodiagnosi, in uno schietto confronto con un consigliere in grado di porre all'imprenditore le domande giuste, anche scomode e critiche.

**GAJO** – Sottoscrivo questa precisazione. Sono sempre più convinto che la "fase I", vale a dire la fase della riflessione personale in cui nasce l'idea e la vo-

lontà di avviare un percorso di crescita, del confronto con una figura esterna capace di svolgere il ruolo di consigliere, della maturazione culturale rispetto a cosa significa acquisire e integrare un'azienda o collaborare in un accordo di aggregazione con quello che oggi è il mio concorrente, è oggi più importante rispetto a quella che possiamo definire la "fase 2", ossia la fase delle analisi e delle valutazioni tecniche e operative (scelte logistiche, produttive, di prodotto, e così via). Semplificando, secondo me la "fase I", che una volta rappresentava il 10% dello sforzo complessivo per avviare un'operazione di tipo straordinario, oggi rappresenta o dovrebbe rappresentare il 50% dell'impegno totale. In anni che vedranno presumibilmente scenari di mercato complessi e turbulenti, pensare a progetti di sviluppo richiede un cambio di mentalità, in altri termini un processo di crescita culturale e di consapevolezza che richiede tempo, non può essere improvvisato e che determina quella stima del 50% di impegno. Se penso alla mia esperienza, soprattutto come investitore, ho sempre cercato di muovermi con cautela e di valutare concretamente possibili operazioni solo se i "compagni di viaggio" si fossero dimostrati già predisposti oppure se avessero manifestato segnali reali in questa direzione.

**RUSSO** – Il processo di riflessione, di autodiagnosi, di meditazione dell'imprenditore può essere effettivamente più o meno lungo; è un processo che scuote un albero, mettendo in discussione delle certezze o gli schemi abituali di ragionamento che nel confronto preliminare possono essere in parte rivisti o talvolta stravolti. Se succede questo, l'imprenditore ha bisogno di digerire, meditare ulteriormente e, per esperienza diretta, il processo può durare mesi e a volte anche di più. In diversi casi, ho vissuto esperienze di confronto con

imprenditori che, dopo una serie di diversi incontri preliminari per valutare scenari di crescita straordinaria, supportata anche da possibili interventi di apertura del capitale con ingresso di fondi di investimento, hanno avviato una riflessione durata anche più di un anno al termine della quale hanno ripreso il dialogo, ma con convinzione e idee a quel punto ben chiare. In generale, più l'imprenditore è predisposto sia nell'autodiagnosi, sia nella diagnosi dello scenario e della tattica da attuare nel percorso acquisitivo o aggregativo, più veloce sarà l'attivazione del processo di sviluppo. In definitiva, ci sono degli schemi e delle fasi diciamo di prevalutazione veramente fondamentali, assolutamente da non trascurare.

**Dalle vostre considerazioni appare chiarissimo quanto sia determinante la comunanza di visioni, di idee, di valori, sicuramente a livello industriale, ma probabilmente anche in senso più esteso e allargato (quindi anche a livello personale o umano). È in qualche modo una chimica, una sintonia che si deve respirare e percepire fin dall'inizio per poter avviare assieme un progetto importante. In questo senso un'operazione di acquisizione o di aggregazione richiede da parte del soggetto acquisitivo una spiccata capacità di interpretazione, di lettura dei comportamenti, degli stili della controparte (sia dell'imprenditore, ma anche del management) e anche un atteggiamento di trasparenza nel condividere obiettivi e intenzioni creando le premesse per un rapporto collaborativo e di fiducia.**

**GAJO** – Quando entro in contatto con imprenditori per ragionare di possibili operazioni straordinarie guardo e analizzo prima di tutto chi sono queste persone e soprattutto se vogliono real-

mente effettuare queste operazioni con me. Voglio capire se possiamo compiere un viaggio assieme in quanto è decisiva la sintonia e la compatibilità per pensare a possibili progetti comuni. Negli incontri esplorativi con un imprenditore cerco di capire la storia dell'impresa, la sua strategia e i suoi obiettivi, il rapporto con i membri della famiglia, la sua visione sul mondo e sull'economia. Se questa fase mi dovesse convincere si va avanti, in caso contrario preferisco frenare. Non è secondo me un processo valido per tutte le aziende. In passato, la percentuale di coloro che io ritenevo predisposti per un progetto comune era molto bassa e si aggirava su un 10% degli incontri avviati; oggi è mediamente raddoppiata, un 20% circa. Rimane però un 80% di imprenditori che ritengo ancora non predisposti, una percentuale ancora molto alta. Occorre quindi investire per creare una diffusa cultura della crescita anche attraverso la condivisione di esempi e *best practice*. È bene comprendere come non ci siano operazioni *standard* nell'ambito della crescita e della finanza per lo sviluppo. Ogni operazione è un abito su misura, un abito sartoriale! Proprio per questi motivi è indispensabile una sintonia, una visione condivisa e un linguaggio comune.

**RUSSO** - Nella "fase 2", la diagnosi del percorso di sviluppo, di crescita per acquisizioni o aggregazione, si valutano e si mettono a confronto le varie opzioni, le diverse *target* che si possono acquisire o aggregare. Per questo tipo di analisi, tipicamente l'imprenditore ha bisogno di essere supportato. Intraprendere un percorso ospitando al suo fianco un partner che lo aiuti non solo nell'irrobustimento strutturale, ma anche nella definizione del piano strategico può essere certamente un grande aiuto. Faccio un esempio concreto. Un fattore che discrimina il successo di un'operazione di M&A è la capacità di

## Approcciare un'operazione di M&A significa voler compiere un viaggio assieme. È quindi fondamentale la condivisione, a livello industriale e personale, di obiettivi, visioni, idee, valori.

valutare bene sia le persone che si hanno in casa come azienda che promuove la strategia di crescita, sia le persone che si troverebbero nell'azienda oggetto dell'operazione acquisitiva. Questa capacità di valutazione è quanto mai necessaria perché poi, una volta completata l'acquisizione, si deve creare un'osmosi, un'integrazione delle culture aziendali, armonizzando il clima aziendale, creando le condizioni perché si possa lavorare bene, eliminando (o riducendo) possibili barriere culturali e mentali. In questo senso, l'attività di *due diligence* non può essere focalizzata solo su aspetti economici, finanziari, fiscali, legali, ma anche su aspetti "*people*", vale a dire sulle capacità e competenze delle persone che si hanno in casa e di quelle che si troverebbero nell'azienda *target*.

**Spostiamoci ora sul terreno del private equity, un mercato che, a livello italiano, presenta luci ed ombre. Qual è secondo voi è la percezione delle imprese, in particolare con riferimento al tessuto imprenditoriale del Nord-Est, rispetto ai processi e agli strumenti di apertura del capitale, con l'intervento del private equity per supportare la crescita? E quale dovrebbe essere l'approccio corretto dell'investito-**

**re tenendo anche presenti le specificità e i valori delle imprese del territorio?**

**GAJO** – Bisogna innanzitutto distinguere le operazioni realizzate tra operatori industriali e quelle effettuate invece con *partner* finanziari. Sono operazioni che si sviluppano con logiche e modalità diverse. Nel primo caso, siamo di fronte ad un processo di aggregazione fra due imprese industriali e percepisco come si stia creando da parte della classe imprenditoriale una mentalità sempre più predisposta a questo tipo di operazioni. Per quanto riguarda invece il secondo caso, le operazioni di M&A con il coinvolgimento dei cosiddetti fondi, c'è ancora una diffusa scarsa conoscenza e diffidenza, a differenza di quanto mediamente accade in altri paesi, come la Francia o l'Inghilterra. Tutto questo in Italia è dovuto anche a causa dell'approccio diffuso dei fondi che si sono presentati sul mercato principalmente con operazioni prettamente finanziarie, che l'imprenditore solitamente non apprezza e a cui non è particolarmente interessato. L'approccio auspicabile dovrebbe essere invece di matrice industriale toccando le corde che l'imprenditore gradisce e con le quali è possibile instaurare un dialogo e un confronto costruttivo. Il che non vuol dire sottovalutare il risvolto finanziario che assume un'importanza cruciale per portare a termine l'operazione. Lo snodo è quindi privilegiare un'interlocuzione di natura industriale per creare sintonia ed empatia con l'imprenditore. In questo senso, penso che le operazioni straordinarie effettuate con fondi e società di natura finanziaria debbano in qualche modo riconvertirsi verso una logica e mentalità innanzitutto industriale. Spesso i fondi hanno proposto operazioni con forti leve finanziarie, con una grande attenzione ai dati di bilancio, e non sempre con la dovuta e necessaria sensibilità verso i fattori or-

ganizzativi e relazionali (quali ad esempio la verifica di una reale sintonia tra i soci). Per ribadire in modo ancora più netto il concetto, quando parliamo di fondi o *merchant bank* dovremmo assolutamente ragionare in un'ottica di finanza imprenditoriale. Si tratta, infatti, di operatori che diventano (o dovrebbero diventare) *partner* dell'imprenditore e della famiglia imprenditoriale creando un autentico rapporto fiduciario. In altri termini, *merchant banking* e *private equity* non dovrebbero operare come società finanziarie pure, in quanto il loro mestiere dovrebbe essere quello di promuovere e realizzare progetti e operazioni di finanza imprenditoriale di tipo straordinario. Con queste premesse e presupposti, il *private equity* può rappresentare una potente risorsa per le imprese a *governance* familiare che potrebbero trarre grande giovamento

da un'alleanza societaria con un serio e qualificato fondo per un tempo definito, piuttosto che gestire da sole la sempre più aggressiva competizione per un tempo indefinito.

**RUSSO** — Certamente, vedo anch'io come in diversi casi alcuni operatori di *private equity* continuino a privilegiare un approccio prevalentemente finanziario e poco industriale. Se si punta quindi solo sulla struttura finanziaria si rischia di dimenticare o sottovalutare i veri fattori di generazione del valore. Noto inoltre come i grandi fondi abbiano abbassato il *target*, con un maggior focus e attenzione sulle PMI rispetto al passato. Avendo abbassato il tiro, vedo come i fondi puntino spesso ad effettuare operazioni partendo, come primo tassello, da un'azienda anche piccola, con fatturati nel range di 20-30 milioni

di euro, per costruirsi attorno un progetto più ampio (ad esempio aggregando altre imprese del settore). È chiaro, in ogni caso, che un progetto simile lo si costruisce solo se ci sono quelle condizioni preliminari di cui abbiamo ampiamente discusso.

**Confrontiamoci infine sul tema della quotazione in Borsa. È un tema di cui si parla da tanti anni, con punti di vista ed opinioni non sempre concordi. Il numero delle aziende quotate rimane ancora esiguo ma è indubbio che l'opzione della quotazione possa rappresentare una delle strade da valutare in un percorso di crescita. Qual è la vostra sensazione ed esperienza al riguardo?**

**GAJO** — La Borsa è un tema delicato e anche complesso. Personalmente non sono in generale né favorevole, né contrario. Bisogna entrare nel dettaglio dell'operazione di quotazione e capirne il senso per l'azienda che sta valutando questa opzione. In altri termini: se abbiamo detto che l'operazione straordinaria di crescita la si fa su misura, a maggior ragione la Borsa va vista con questa logica preparando e strutturando le aziende su misura per quelle che sono le caratteristiche di funzionamento della Borsa stessa. Occorre, inoltre, tener presente che quotarsi in Borsa può esporre l'impresa a rilevanti oscillazioni e fluttuazioni di prezzo, a volte anche inspiegabili. Le aziende che intendono quotarsi devono quindi essere pronte e preparate anche ad affrontare e gestire situazioni altalenanti e turbolente.

**RUSSO** — Collegandomi a quanto detto, sottolineo come il *marketing* abbia un ruolo cruciale per le imprese quotate. Realizzare un'efficace attività di marketing significa anche saper presentare bene la propria storia, il proprio pro-



**Il mestiere  
dei fondi dovrebbe  
essere quello  
di promuovere  
operazioni  
di finanza  
imprenditoriale  
di tipo straordinario,  
diventando partner  
dell'imprenditore  
in un reale rapporto  
fiduciario.**

dotto, la propria immagine e quando si sta sui mercati finanziari le imprese devono continuare ad investire sulla crescita dell'immagine e della reputazione. Non a caso, l'*Investor Relator*, la figura deputata a gestire i rapporti con gli investitori, ha un ruolo strategico in un'impresa quotata, stimolando la percezione che l'azienda sia continuamente in grado di creare e generare valore per il mercato, per gli investitori. È un lavoro complesso, molto difficile ma assolutamente cruciale per le imprese che decidono di intraprendere un percorso di quotazione.

Come Confindustria Veneto Est abbiamo sottoscritto un protocollo di intesa con Borsa Italiana con l'obiettivo di mettere l'imprenditore nelle condizioni di avere lo spettro più ampio possibile delle possibili azioni e strumenti per supportare la crescita. Un supporto conoscitivo e di stimolo al ragionamento affinché gli imprenditori possano valutare criticamente tutte le possibili opportunità individuando il percorso migliore per raggiungere i propri obiettivi. E uno dei possibili percorsi può essere la quotazione in Borsa tenendo però presente che la Borsa, come detto, non è una soluzione valida per tutte le imprese. Nelle mie esperienze passate, ho svolto anche l'attività di advisor per operazioni di quotazione e ho potuto toccare con mano la complessità di questi processi e le tensioni che si possono creare. Non è particolarmente critico il momento in cui l'imprenditore compie la scelta di quotare l'azienda. Ricordo invece come uno dei momenti più difficili quello in cui si decide il prezzo del collocamento, anche nella notte prima del giorno di sbarco ufficiale in Borsa con trattative dure e snervanti. È una fase delicata anche psicologicamente per l'imprenditore che spesso si percepisce, dal punto di vista della determinazione del prezzo, in modo diverso da quello che poi il mercato gli riconosce,

o che, talvolta, deve accettare un prezzo di collocamento strategicamente o speculativamente tenuto basso per agevolare poi un boom successivo.

**GAJO** – I tuoi ragionamenti mi spingono ad una riflessione sul tema della valutazione d'azienda. Spesso l'imprenditore valuta l'azienda di più di quanto effettivamente possa realmente valere. Personalmente seguo una regola: se io valuto l'azienda 100 e l'imprenditore la valuta 150, ritengo che ci possano essere le condizioni e i presupposti per approfondire il confronto e il ragionamento e valutare un'eventuale operazione congiunta. Se però l'imprenditore dovesse valutare la sua azienda 160 o anche più preferisco non proseguire il confronto in quanto ritengo che, con queste condizioni, ci siano visioni molto diverse e difficilmente conciliabili. Per la mia esperienza, l'imprenditore non sempre è in grado di capire quale possa essere il percorso che potrebbe portare la sua azienda a crescere significativamente di valore. Questo è dovuto anche al fatto che spesso rimane chiuso nelle mura della sua impresa e si confronta poco con colleghi o associazioni o esperti del settore. L'imprenditore dovrebbe chiedersi periodicamente quanto vale la sua azienda e farla valutare da una figura specialistica che sia in grado di evidenziare quanto valore ha effettivamente creato l'azienda. Evidentemente è una valutazione più ampia e complessa che tiene conto di molteplici fattori e non solo dei risultati numerici. E incrementare in modo robusto il valore dell'azienda richiede visione strategica e l'attivazione di un percorso plurianuale di crescita con operazioni straordinarie con i *partner* adeguati in ambito internazionale.

# Letture di approfondimento

Il binomio “strategia e crescita” è stato oggetto di studio e approfondimento in numerose pubblicazioni scientifiche. Segnaliamo i seguenti contributi, che offrono sia solidi riferimenti a livello di strategia, sia utili riflessioni in materia di strategie per la crescita:

- Aaker, D.A. (2001), *Developing business strategies*, Wiley, New York.
- Bradley, C. Hirt, M. e Smit, S. (2018), *Strategy beyond the hockey stick: People, probabilities, and big moves to beat the odds*, Wiley, Hoboken.
- Corbetta, G. e Morosetti, P. (2018), *Le vie della crescita: Corporate strategy e diversificazione del business*, Egea, Milano.

La letteratura in materia di descrizione e analisi dei processi di M&A è ampia, sia a livello internazionale che nazionale. Sono quindi disponibili numerosi testi che rappresentano veri e propri manuali sulle fusioni e acquisizioni aziendali, approfondendo sia aspetti tecnici, sia aspetti strategici attorno ai quali si gioca il successo o l'insuccesso di un'operazione M&A. Ci limitiamo a suggerire alcuni testi di autori italiani, che offrono anche una contestualizzazione relativa al nostro paese:

- Conca, V. (2021), *Le acquisizioni: Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea, Milano.
- Dallocchio, M. Lucchini, G. e Pirrone, C. (2021), *Mergers & Acquisitions*, Egea, Milano.
- Spagna, F. (2021), *Mergers & Acquisitions: Profili strategici, finanziari, valutativi*, Castelvecchi, Roma.

Per approfondire i temi legati ai modelli di valutazione d'azienda, segnaliamo il testo di Damodaran Aswath, da anni un punto di riferimento in materia, che fornisce un quadro esaustivo degli approcci e dei modelli di valutazione, arricchiti con esempi e casi reali di numerose aziende statunitensi ed internazionali.

- Aswath, D. (2014), *Valutazione delle aziende*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna, ed. orig. 2006.

Con riferimento alle implicazioni di carattere civilistico e contabile nella gestione delle operazioni di acquisizione, segnaliamo:

- Mancin, M. (a cura di) (2020), *Le operazioni straordinarie d'impresa: Normativa civilistica e rilevazioni contabili secondo i principi OIC e IFRS*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano.

Rispetto ai contenuti legati agli strumenti di capitale per lo sviluppo, anche ai fini dello sviluppo di un mercato dell'M&A più efficiente, riportiamo le seguenti indicazioni:

- Commissione M&A AIFI (a cura di) (2020), *M&A e private capital per il rilancio delle imprese*, Guerini Next, Milano.
- Gervasoni, A. e Sattin, F.L. (2020), *Private equity e venture capital: Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini Next, Milano.

Infine, pare utile e opportuno un richiamo all'impatto ESG nell'ambito dei processi di M&A con il seguente testo, che si propone di illustrare una tassonomia delle operazioni di finanza straordinaria ESG oriented stimando l'impatto degli score ESG sui premi di acquisizione del controllo societario:

- Giakoumelou, A., Randazzo, R. e Salvi, A. (2023), *ESG E M&A*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano.



# Il centro di competenza Finance CUOA: punto di riferimento per la diffusione della cultura finanziaria

L'area *finance* rappresenta uno dei centri di competenza "storici" del CUOA. Nata a metà anni '90 con un *focus* specifico nel settore bancario, ha visto una profonda evoluzione nel corso degli anni affiancando alla formazione, prevalentemente *custom*, per il segmento delle banche e degli intermediari finanziari, un'intensa attività nel segmento della finanza d'impresa, posizionandosi anche come osservatorio e centro di ricerca, sviluppando progetti editoriali e di content management, promuovendo communities di settore. Il centro di competenza ha sviluppato un sistema integrato e

circolare di attività e iniziative con l'obiettivo di rappresentare per gli operatori e i manager del mondo della finanza un interlocutore privilegiato e un punto di riferimento rispetto alle possibili esigenze di crescita e di sviluppo professionale: dall'aggiornamento alla formazione manageriale, dall'analisi del mercato e dei *trend* emergenti al dialogo, al confronto e allo scambio di esperienze nella logica tipica della *community*.

L'offerta formativa interaziendale sui temi *finance* è articolata in una pluralità di proposte, complementari e con un disegno progettuale unitario:

- Due master “modulari”, l'*Executive Master in Finance* (EMIF) e l'*Executive Master in Strategia e Crescita Aziendale* (MASTRA) che si compongono attraverso la frequenza coordinata di più corsi formativi, frequentabili anche singolarmente. Nello specifico, l'*Executive Master in Finance* interpreta i cambiamenti in atto nell'area finance accompagnando il CFO e le altre figure *finance* in un percorso di crescita professionale e manageriale volto a innestare solide conoscenze tecnico-specialistiche in una visione orizzontale e trasversale, con una capacità di orientare le scelte strategiche e di *business* aziendali. La struttura didattica, con una durata globale di circa 400 ore, prevede un corso obbligatorio, Il CFO, con un profilo strategico e tecnico-specialistico, integrato da un robusto allenamento per lo sviluppo delle *soft skills* anche con interventi di *outdoor management*, e un corso a scelta di specializzazione nell'ambito di tre opzioni alternative: Il *Controller* in Azienda, focalizzato sull'analisi dei processi di pianificazione e controllo; *Treasury Management*, focalizzato sull'analisi dei processi di pianificazione finanziaria; *Corporate Finance*, focalizzato sull'analisi dei processi di M&A. L'*Executive Master in Strategia e Crescita Aziendale* supporta i processi di sviluppo delle aziende, partendo dal presupposto che la strada della crescita, in particolare per linee esterne, richiede necessariamente un salto culturale e manageriale e adeguate competenze. Il Master, con una durata di circa 300 ore, prevede una struttura didattica con tre corsi: *Business Strategy*, focalizzato sulla dimensione della strategia e della pianificazione strategica; *Corporate Governance*, focalizzato sulla dimensione della *governance*, degli adeguati assetti organizzativi e societari e dei sistemi di controllo; *Corporate Finance*, dedicato alla dimensione della crescita per linee esterne attraverso operazioni di M&A. Completa il percorso un ciclo di incontri per riflettere su scenari e *trend* emergenti, un modulo trasversale per lo sviluppo delle abilità e attitudini personali e di gruppo.
  - Una pluralità di ulteriori corsi con taglio specialistico: Credit Management, Risk & Compliance Management, Financial Presentations Skills & Design. Si offre così la possibilità di verticalizzare ulteriori tematiche di interesse per gli attori del mondo finance.
  - Una gamma di iniziative di *finance* per non addetti a questa funzione, volte a favorire uno sviluppo trasversale in azienda della cultura finanziaria. L'offerta spazia dal corso Capire la finanza in azienda ad alcuni corsi *online* asincroni (*on demand*) per uno studio in autonomia: Introduzione alla comprensione del bilancio, Introduzione al sistema di controllo di gestione, Fondamenti di finanza e controllo.
  - Un ciclo annuale di eventi (*workshop*, *webinar*, convegni) tra i quali il *Finance Day*, l'appuntamento annuale del CUOA sui temi della finanza.
- La proposta formativa è declinata anche in modalità *custom*, con numerosi progetti personalizzati svolti sia presso aziende (interventi specialistici e iniziative di *finance* per non *finance*) sia presso banche e intermediari finanziari a livello nazionale e locale (corsi verticali, progetti trasversali manageriali per figure di rete e di specialisti di sede centrale).
- In particolare, la consolidata capacità del CUOA di progettare e gestire percorsi sartoriali per il settore bancario interpretando le peculiarità e le specificità sia dei grandi istituti, sia delle realtà locali si rivela estremamente importante nell'attuale fase di profonda trasformazione dei modelli di business delle banche con inevitabili ripercussioni sul portafoglio di conoscenze e competenze richieste al management delle organizzazioni finanziarie.
- Ad integrazione e supporto dell'attività formativa, il Centro di Competenza Finance è impegnato in molteplici iniziative di osservatorio, studio e analisi del mercato, tra le quali:
- attivazione di indagini e *survey* con le fotografie e le interpretazioni dei temi di interesse e attualità per gli operatori *finance*;
  - produzione di contributi (articoli, interviste, *case studies*), sia in una logica divulgativa di *content management* (anche attraverso una propria *newsletter*, *Finance News*) sia in una vera e propria accezione editoriale con monografie e pubblicazioni;
  - attivazione e gestione di comunità professionali, tra le quali la Community dei CFO delle Aziende Soci Sostenitrici del CUOA, nell'ottica di promuovere il confronto, il dialogo, la contaminazione e conoscenza reciproca in un sistema esclusivo di relazioni e di *networking* che vede anche incontri in azienda e momenti di laboratorio interattivo e creativo;
  - sviluppo del Governance Risk & Compliance LAB, un osservatorio finalizzato a promuovere una cultura diffusa sui vari temi (regole e modelli di funzionamento organizzativo, organi societari, controlli interni, relazioni industriali, gestione dei rischi, trasparenza informativa) legati all'efficacia ed evoluzione degli assetti organizzativi e societari aziendali con una visione trasversale e interdisciplinare.

# Autori



**BERTINETTI GIORGIO**

Professore Ordinario di Finanza  
Aziendale Università Cà Foscari.



**CASTRO MAURIZIO**

Direttore Scientifico Executive  
Master CUOA in Strategia  
e Crescita aziendale.



**FIANI MAXIMILIAN PETER**

KPMG Advisory, Head of  
Corporate Finance in Italy.



**FURLAN ANDREA**

Professore Ordinario di  
Management Università  
di Padova.



**GAJO GIOVANNI**

Fondatore e Presidente  
Onorario di Alcedo SGR.



**GATTO FRANCESCO**

Responsabile del Centro  
di Competenza Finance CUOA.



**GRANDINETTI ROBERTO**

Direttore Scientifico  
Rivista TeMa.



**GROSSO GIAMPIERO**

Investor Relations Manager  
Carel.



**PONTI LUCA**

Avvocato Studio Ponti  
& Partners.



**PORTALE MARCO**

Group Head of New Business  
Development Carel.



**RUSSO GIANMARCO**

Direttore Generale  
Confindustria Veneto Est.



**TESTI MARTA**

CEO ELITE, Euronext Group.



**VISENTIN FEDERICO**

Presidente CUOA.



# Diamo un nuovo slancio alla tua crescita

In un mondo dove tutto cambia velocemente, c'è un'Italia che non si ferma e crede nella crescita.

È l'Italia delle imprese.

Crescita organica, M&A, IPO, Internazionalizzazione, ESG, Digital Transformation, People & Change, Supply Chain.

In ogni progetto mettiamo competenze, integrità e passione per dare un nuovo slancio alla tua crescita.

**From insights to opportunities.**

Scopri di più su [kpmg.com/it](https://kpmg.com/it)



© 2024 KPMG S.p.A., KPMG Advisory S.p.A., KPMG Fides Servizi di Amministrazione S.p.A. e KPMG Audit S.p.A., società per azioni di diritto italiano, KPMG Business Services S.r.l., società a responsabilità limitata di diritto italiano, e Studio Associato - Consulenza legale e tributaria, associazione professionale di diritto italiano, fanno parte del network KPMG di entità indipendenti affiliate a KPMG International Limited, società di diritto inglese. Tutti i diritti riservati.





**TeMa** Temi di Management  
CUOA Business School