

Prefazione

Siamo di fronte ad un manuale che vuole accompagnare un investitore nel vasto mondo delle acquisizioni di aziende e nel farlo evidenzia non solo gli aspetti più prettamente economici e finanziari, ma anche quelli più squisitamente legati alle persone che guidano le aziende e sono interessate da questo processo, persone che sono il vero cardine su cui poggia la vita e la strategia aziendale.

Nel libro si affrontano diverse tematiche che fanno capire quanto sia importante ogni fase del processo di una acquisizione e come il processo stesso sia fondamentale. Detto in altri termini: il “non dare niente per scontato” deve essere la vera regola di accompagnamento di una acquisizione.

La crescita esterna rappresenta una delle più importanti leve di crescita in una azienda perché attraverso una acquisizione si ha la possibilità di internalizzare competenze e visioni di mercato diverse se non innovative. D'altro canto, crescere per linee esterne richiede all'imprenditore e/o al *management team* di ridefinire spesso e volentieri la struttura organizzativa, con un momento iniziale che potrebbe generare confusione e incertezza e che quindi deve esser ben gestito per tener ben conto delle attese di chi è già all'interno di una struttura e di chi arriva.

Nella definizione di una acquisizione fa sempre sicuramente premio l'ottica strategica che permette di identificare il vero contributo atteso dalla acquisizione in termini di prodotti/canali/geografie. Nel farlo andrà ben regolato lo sforzo finanziario necessario a completare l'acquisizione, sforzo che non deve compromettere la capacità dell'azienda di perseguire le proprie direttive strategiche.

Il compito dell'*advisor* in questi contesti è molto delicato in quanto non si tratta soltanto di mettere insieme domanda e offerta ma riconoscere e comprendere preliminarmente la natura e le potenzialità della azienda in vendita, così come le reali esigenze e aspettative della azienda acquisitiva, al fine di agevolare l'individuazione di un punto di incontro in merito alla percepita capacità futura di generare flussi di cassa e di come questa verrà impattata dalla acquisizione. L'*advisor* deve, per sua natura, conoscere profondamente il *business* dell'azienda in vendita, altrimenti non potrà contribuire alla determinazione di un adeguato valore dell'*asset* e il proprio intervento si ridurrà sostanzialmente ad un'attività di mera intermediazione tra acquirente e venditore, che evidentemente ne svilisce il ruolo nell'operazione.

L'analisi della valutazione di una azienda non può prescindere dal rispondere a due domane fondamentali: unicità del *business* e capacità di crescita futura dell'*asset*. Unicità del *business* significa identificare i fattori critici di successo che permettono all'azienda di "stare sul mercato" e di affrontare le future sfide, mentre la capacità di crescita è legata al modello della catena del valore così come alle energie necessarie per permettere al *business* di svilupparsi in modo coerente.

Nell'attribuire un valore all'*asset*, e quindi nella determinazione del prezzo, occorre sempre ricordare che il venditore ha solitamente sempre in mente quanto valuta il suo *business* anche se apparentemente dice di non saperlo. Così un compratore dovrebbe sapere sempre il prezzo massimo che è disposto a pagare. La vera variabile da misurare è il rischio legato all'investimento che farà propendere per il pagamento di un prezzo più o meno elevato. A tal fine sarà determinante individuare a priori le sinergie derivanti dall'investimento, che porteranno a mitigare il rischio stesso.

Ad ogni buon conto, tutto dovrà essere "trasferito bene su carta" a partire dalla lettera di intenti e fino ad arrivare al contratto di acquisto e alla definizione di patti parasociali in caso di reinvestimento da parte del venditore. Mi piace ricordare che in una operazione di investimento, finché non si è pagato il prezzo, ogni momento ha un suo valore di criticità, che ogni cosa può essere negoziata a patto che ci sia una ragione per farlo e che confrontarsi – anche duramente – durante la redazione della documentazione contrattuale è comunque fondamentale soprattutto nel caso di reinvestimento da parte del venditore. È molto importante utilizzare tali passaggi negoziali per conoscersi, così come rendersi conto che la definizione di un patto parasociale servirà un domani per poter in caso "litigare bene" e limitare quindi l'impatto negativo sulla vita aziendale.

La fase della integrazione è sicuramente cruciale, essendo una attività che porta a far lavorare insieme strutture che precedentemente erano indipendenti, così come cruciale è definire in modo chiaro la direzione strategica del piano industriale. Difficilmente un piano industriale si realizzerà in dettaglio nei numeri previsionali, mentre posso dire che le aziende virtuose sono quelle che hanno seguito le direttive strategiche ben impostate a livello di piano e che hanno anche permesso di reagire a *shock* improvvisi di mercato.

Vero è peraltro che nel darsi degli obiettivi futuri di crescita un investitore istituzionale, come un fondo di *private equity*, deve sempre porsi con una logica di medio-lungo periodo, perché chi arriverà dopo di lui dovrà trovare concreto interesse per completare l'acquisizione, a partire dalla capacità dell'azienda in termini di futura generazione di cassa.

Il libro infine fornisce anche una panoramica delle statistiche relative alla attività di acquisizione e fusioni, elemento particolarmente importante e utile in questa fase di mercato caratterizzata da turbolenze esterne, alta volatilità dei risultati aziendali così come da incertezza nel breve termine.

Filippo Gaggini
Amministratore Delegato di Progressio SGR

Introduzione

Le evidenze empiriche dimostrano chiaramente che le strategie di crescita esterna sono diventate uno strumento chiave, e talvolta insostituibile, per rispondere alle esigenze di crescita delle imprese e di conseguente creazione di valore.

Il mercato del M&A ha avuto in questi ultimi anni una significativa accelerazione con acquisizioni in tutti i paesi, in ogni settore economico e con il coinvolgimento di imprese di ogni taglia dimensionale, dalle più piccole ai big player. Anche in Italia i processi di acquisizione hanno seguito questo trend e oggi si concentrano dove contano la massa critica e le potenziali sinergie.

L'M&A non è certo una moda ma una necessità strategica, da esplorare con la consapevolezza che si tratta di una decisione che nasconde non poche insidie, anche per i managers più esperti che le hanno già vissute. Per la molteplicità delle variabili in gioco ogni processo di acquisizione è una storia a sé stante.

Questa considerazione non deve tuttavia deviare il management dalla strada maestra del metodo, ovvero di un approccio disciplinato e pianificato che affronti con razionalità e rigore di analisi le varie fasi del processo evitando, come succede frequentemente, che la soggettività decisionale scavalchi la razionalità del metodo stesso. Il paradosso della target ideale è noto a tutti: in quanti casi la conoscenza pregressa di una target “fortemente desiderata” ha indotto a condurre una *due diligence* superficiale con risultati disastrosi!

Il *fil rouge* di questo lavoro sta nel cercare di disciplinare al meglio l'articolazione del processo, senza dimenticare tuttavia il contributo fondamentale dell'intuizione, della capacità di vedere lontano i vincoli o meglio ancora le opportunità da cogliere, tipiche della naturale predisposizione proattiva dell'imprenditore o del manager illuminato.

Rispetto all'edizione precedente sono stati rivisti e introdotti nuovi capitoli, aggiornati i dati di mercato, riportate evidenze empiriche oggetto delle ultime ricerche che sono state condotte per oltre vent'anni nel corso di laurea magistrale “Management delle acquisizioni” dell'Università Bocconi, che oggi ha assunto la denominazione di “Finanza strategica”.

Sono stati rivisti e aggiornati i capitoli relativi alla *due diligence*, alle tematiche fiscali e contrattuali con l'inserimento di un nuovo capitolo dedicato ai patti parasociali.

Una attenzione particolare è stata poi data al tema delle acquisizioni nel mercato del *private equity* e delle *SPAC* con l'introduzione di cinque nuovi capitoli, tra cui i due ultimi dedicati ai numeri del mercato del M&A e del *private equity*.

Le evidenze empiriche sono il frutto di un lavoro sistematico e continuativo effettuato dal team dell'Osservatorio Private Equity & Finanza per la Crescita di SDA Bocconi che opera dal 2005 con un database proprietario con l'obiettivo di costituire un punto di riferimento scientifico ed indipendente per le imprese, i professionisti e tutti gli operatori istituzionali presenti nel mercato delle acquisizioni.

L'interesse per i temi proposti è peraltro duplice poiché un'operazione di M&A coinvolge specularmente sia il profilo del compratore che del venditore con logiche simili nell'obiettivo finale ma divergenti nell'applicazione pratica.

Questo testo non è solo destinato a studenti universitari ma trova una sua collocazione centrale nella Executive Education della SDA Bocconi School of Management: nel track record di un manager di successo non può infatti mancare una esperienza di M&A!

Il gusto e la gioia di innovare, di tenersi aggiornato in un contesto di costante cambiamento, di portare qualche pillola di esperienza hanno guidato la stesura di questa quarta edizione, chiusa purtroppo tristemente nel peggior momento di discontinuità economica per via del Covid 19.

Un grazie di cuore va a tutti i colleghi e gli amici che a vario titolo mi hanno supportato, consigliato, offerto spunti e contributi insostituibili.

Non posso dimenticare il collega e amico Angelo Russo con il quale abbiamo condiviso sin dall'inizio lezioni ed esami agli studenti che hanno frequentato il corso "Management delle acquisizioni".

L'esperienza vissuta su alcune operazioni con Vittorio Riccardi e Giorgio Casnati mi ha arricchito non poco; a loro e a Mauro Locatelli un sentimento di gratitudine per avere tra l'altro seguito con occhio critico la stesura del libro passo dopo passo.

Inesauribili fonti di idee e di spunti di ricerca sono giunti dai sistematici incontri con l'Advisory Team e gli sponsor dell'Osservatorio Private Equity & Finanza per la Crescita che hanno dato luogo ad interessanti ricerche oggetto dei convegni citati nel testo.

Ringrazio alcuni amici a cui ho chiesto di riportare nel testo il loro contributo di grande esperienza su temi professionali: Antonella Brambilla di Dentons, Leo De Rosa di RDR Associati, Filippo Gaggini di Progressio SGR, Pietro Zanoni di NCTM.

Un sentito ringraziamento a tutti coloro che hanno collaborato con l'Osservatorio nel corso del tempo; sono particolarmente grato agli studi professionali che hanno supportato nell'ultimo biennio la ricerca Deal Point Study sui contratti di acquisizione e sui patti parasociali: Luca Arnaboldi dello Studio Carnelutti, Stefano Valerio di Gatti Pavesi Bianchi, Gianluca Ghersini di Gianni Origoni Grippo, Pietro Zanoni di NCTM, Alessandro Marena di Pedersoli, Andrea De Panfilis di Russo De Rosa Associati.

Un sentimento di affettuosa amicizia va ai colleghi della SDA con cui quotidianamente condividiamo la vita di corridoio, due chiacchiere nel coffe break, una pronta risposta ad un problema, con uno spirito di reciproco rispetto.

Grazie e mi scuso con chi ho eventualmente dimenticato.

Valter Conca