

Carlo Arlotta, Elisabetta Coda Negozio,
Sebastiano Di Diego, Marco Fantoni, Luigi Fici,
Alfredo Imparato, Fabrizio Micozzi, Carlo Pesaro
Emanuele Serina, Matteo Zucca

PMI e M&A in Italia

Una strada sicura per la crescita

prefazione di
Alessandro Guzzini
Barbara Lunghi



FrancoAngeli



MANAGEMENT

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.

Carlo Arlotta, Elisabetta Coda Negozio,
Sebastiano Di Diego, Marco Fantoni, Luigi Fici,
Alfredo Imparato, Fabrizio Micozzi, Carlo Pesaro
Emanuele Serina, Matteo Zucca

PMI e M&A in Italia

Una strada sicura per la crescita

prefazione di
Alessandro Guzzini
Barbara Lunghi

FrancoAngeli

Copyright © 2015 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

Questo studio è stato
promosso da:



Gotha Advisory S.p.A., Equity Partner di Borsa Italiana S.p.A., è la prima organizzazione italiana di Commercialisti specializzati in Finanza e Mercati, con sedi a Milano, Lecco, Brescia, Reggio Emilia, Firenze e Roma. Nasce per offrire alle PMI ad elevato tasso di innovazione e di crescita un insieme integrato di servizi di consulenza in tema di processi di quotazione, operazioni di *M&A*, reti d'impresa, pianificazione e controllo, operazioni di ristrutturazione finanziaria, *corporate governance*. L'obiettivo strategico di Gotha Advisory S.p.A. è quello di affermarsi quale consulente specializzato e innovativo di servizi professionali orientati alla crescita delle PMI attraverso la quotazione o l'apertura del capitale ad investitori professionali.

Il *Club dei Commercialisti Esperti in Finanza & Mercati* (C.E.F.&M.) è un'associazione di Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili costituita il 9 settembre 2010 attualmente frequentata da circa 40 Commercialisti, appartenenti ad altrettanti studi professionali presenti in tutta Italia. Svolge attività di studio della Finanza con aggiornamento continuo sui processi di quotazione (AIM), mini-bond e prestiti partecipativi, crowdfunding, categorie di azioni (a voto plurimo ecc.), best practice delle società quotate, M&A. Tutti gli Associati fondatori hanno ottenuto la qualifica di "esperti in processi di quotazione" dopo aver frequentato in Milano un corso di specializzazione organizzato da Borsa Italiana e dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili.

Baldi & Partners S.r.l., è società Partner Equity Markets di Borsa Italiana, accreditata e ammessa nel Registro dei *Nominated Adviser (Nomad)*. Il *Nomad* è un soggetto esperto e specializzato in *Equity Capital Market* a cui Borsa Italiana ha conferito tale qualifica dopo averne verificato i requisiti di elevata onorabilità, reputazione e competenza nell'affiancare le Società che intendono quotarsi sull'AIM Italia.

Baldi & Partners ha elaborato il *Baldi's Rating powered by MOODY'S* e svolge attività di consulenza in operazioni di *Corporate Finance*, di *M&A*, nell'emissioni di Bond e altri titoli di debito, nella elaborazione di Budget, Business Plan, Piani industriali e di risanamento.

Consilia Business Management S.r.l. è stata costituita nel maggio 2004 ed è frutto della condivisione di esperienze nel campo delle attività di consulenza, rivolte a banche, intermediari finanziari e società industriali e commerciali. È Premium Partner Equity Market di Borsa Italiana. In particolare, offre servizi su: *IPO*; *Corporate Finance*; *Debt & Grant Advisory*; *M&A*, *Governance & Control*; *Enterprise Risk Management*; *Regulatory Compliance*, *Corporate Social Responsibility*.

e realizzato da:

Carlo Arlotta, docente di *Compliance* e Gestione dei rischi presso l'Università dell'Insubria di Varese, dottore commercialista, revisore legale, Presidente della Commissione Finanza e Controllo di Gestione dell'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Milano, Direttore della Scuola di Finanza della Fondazione dei Dottori Commercialisti di Milano e Presidente della Commissione Compliance Aziendale del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili.

Elisabetta Coda Negozio, dottore commercialista e revisore legale. Analista del credito *corporate e financial institutions* presso primario istituto bancario. Relatrice e coordinatrice presso la SAF. Fondatrice e consigliere del C.E.F.&M.

Sebastiano Di Diego, dottore commercialista, revisore legale e docente a contratto di Economia e Gestione delle imprese presso l'Università di Camerino. Socio fondatore e amministratore delegato di DM Partners S.r.l. dove svolge attività in ambito di operazioni di *M&A*, finanza aziendale, quotazione nei mercati borsistici, pianificazione industriale, societaria e fiscale, ristrutturazione aziendale e analisi delle performance. Autore di numerose pubblicazioni in materia societaria, finanziaria e di pianificazione industriale. Formatore per enti, ordini professionali e primarie società di formazione.

Marco Fantoni, dottore commercialista e revisore legale, docente in diversi master e corsi di specializzazione (IMBA Altis, PMI Università Cattolica, S.A.F. ODCEC Milano ecc.). Ha maturato esperienze nell'ambito delle operazioni di M&A e nella valutazione d'azienda, oltre a una decennale esperienza, in ruoli apicali, nella gestione di processi di internazionalizzazione, *turnaround* e operazioni di ristrutturazione, anche attraverso l'utilizzo di procedure concorsuali.

Luigi Fici, professore ordinario di Economia Aziendale presso l'Università della Tuscia di Viterbo. Presidente e Amministratore Delegato della società Nuova Castelli, nonché Presidente della Fici & Associati. È autore di varie pubblicazioni nazionali e internazionali. Dottore commercialista e revisore legale. Membro di Consigli di Amministrazione e Collegi Sindacali di varie società di capitali.

Alfredo Imparato, dottore commercialista e revisore legale, esperto nei processi di quotazione (attestato rilasciato da Borsa Italiana in seguito al corso di specializzazione), consulente tecnico del Tribunale di Milano in operazioni societarie, consulente in materia di *corporate finance*, controllo di gestione, redazione di budget e analisi finanziarie e di bilancio. È docente di corsi presso Assolombarda in materia di bilancio. Relatore a convegni organizzati dall'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Milano in tema di fiscalità internazionale e finanza. In qualità di liquidatore ha svolto attività di *advisory* per la predisposizione ed esecuzione di piani industriali in continuità al fine di preservare il valore dell'azienda in crisi. È sindaco di società multinazionali quotate in mercati regolamentari.

Fabrizio Micozzi, dottore commercialista, revisore legale e docente a contratto di Valutazioni d'azienda e Tecnica delle operazioni straordinarie presso l'Università degli studi di Macerata. Socio fondatore e amministratore delegato di DM Partners S.r.l. dove svolge attività in ambito di operazioni di M&A, finanza aziendale, quotazione nei mercati borsistici, pianificazione industriale, societaria e fiscale, ristrutturazione aziendale e analisi delle performance. Autore di numerose pubblicazioni in materia societaria, finanziaria e di pianificazione industriale. Formatore per enti, ordini professionali e primarie società di formazione.

Carlo Pesaro, ha maturato esperienze in Arthur Andersen (Deloitte) e successivamente ricoperto incarichi direttivi come *Chief Financial Officer* nei gruppi Credit Suisse, J. Rothschild, Royal Bank of Scotland. È partner di

società di consulenza direzionale in finanza aziendale ed è specializzato in ristrutturazioni e crisi di impresa. Ha assunto incarichi come *Temporary Manager*. È iscritto all'albo dei dottori commercialisti, al registro dei revisori legali, dei CTU del tribunale di Milano, dei professionisti esperti presso Borsa Italiana. È pubblicista in materia di finanza aziendale e relatore presso enti di formazione.

Emanuele Serina, Dottore commercialista, revisore contabile e giornalista pubblicista. Socio di LEXIS Dottori Commercialisti Associati in Crema (CR) e Milano. Cultore della materia presso l'Università degli Studi di Milano Bicocca. Oltre all'attività di consulenza professionale alle società di capitali ed al ruolo di Sindaco e Revisore in varie società, è specializzato in analisi di bilancio, operazioni straordinarie e contenzioso tributario.

Matteo Zucca, Dottore commercialista e revisore contabile in Crema (CR) e Milano. Socio fondatore di LEXIS Dottori Commercialisti Associati. All'attività ordinaria, prevalentemente orientata alla consulenza professionale alle società di capitali, e al ruolo di Sindaco in varie società, affianca una specializzazione in analisi di bilancio, controllo di gestione e valutazioni d'azienda.

Un ringraziamento particolare va rivolto anche alla dott.ssa Michela Piccarozzi, alla dott.ssa Alessandra Piro, alla dott.ssa Giada Santoni, alla dott.ssa Ilaria Sdrubolini, alla dott.ssa Elisabetta Vaghi, al dott. Luca Capozucca e al dott. Giuseppe Venezia che hanno fornito contributi e testimonianze fondamentali per la redazione del presente volume.

Inoltre, si ringrazia Caretti & Associati S.p.A. per l'illustrazione del caso di distressed M&A in ambito cross-border.

Il testo fa riferimento alla normativa vigente al momento della messa in stampa e ai dati ufficiali pubblicati.

Indice

Prefazione , di <i>Alessandro Guzzini</i>	pag.	13
Prefazione , di <i>Barbara Lunghi</i>	»	17

Parte prima **Le operazioni di M&A e il mercato dei capitali**

1. Il mercato M&A	»	23
1.1. Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo	»	23
1.2. Il mercato italiano dell'M&A: i settori più dinamici	»	25
1.3. M&A internazionalizzazione <i>cross border</i>	»	30
1.4. Le prospettive del mercato dell'M&A	»	33
2. L'M&A nelle diverse fasi del ciclo di vita dell'impresa	»	35
2.1. Family & Friends, Crowdfunding, Incubatori e Business Angels, Venture Capital e altri operatori per l'M&A nelle fasi di avvio di un'impresa	»	36
2.1.1. Statistiche sulle start up	»	42
2.2. Private Equity, Family Office, banche, altre imprese e Mercati dei capitali: lo sviluppo ideale dell'M&A	»	43
2.2.1. Il mercato del Private Equity in Europa e in Italia	»	45
2.3. Il mercato dei capitali	»	48
2.4. Le operazioni Distressed M&A	»	50
2.5. Professionisti, Operatori e Tribunali nell'M&A	»	51

Parte seconda M&A e casi pratici

3. Start up M&A	pag. 55
3.1. L'M&A a supporto dei processi di crescita delle start up	» 55
3.2. L'esperienza di Madai Italia S.r.l.: <i>start up acquisition</i> e <i>funding</i> da una finanziaria regionale	» 56
3.2.1. Testimonianza dell'Amministratore Delegato e Co-Founder	» 57
3.3. La rilevanza del crowdfunding nel caso della startup Kjaro S.r.l.	» 60
3.3.1. Testimonianza del socio fondatore	» 61
4. Crescita e consolidamento: il cuore dell'M&A	» 65
4.1. La crescita e il consolidamento nel settore del food: M&A e creazione di un campione italiano	» 65
4.2. Rafforzamento nel settore dell'arredamento: la nuova generazione alla prova di un'operazione di fusione per la crescita	» 70
4.3. Gli obiettivi, le sinergie e le criticità dell'acquisizione di un'importante azienda attiva nel settore dolciario: analisi ex ante ed ex post nel periodo pre e post crisi	» 78
5. Ristrutturazione ed M&A	» 87
5.1. L'acquisizione da una procedura di Amministrazione Straordinaria di una grande impresa in crisi: l'acquisto di un ramo d'azienda	» 87
5.1.1. Premessa	» 87
5.1.2. Breve panoramica sulla Antonio Merloni S.p.A.	» 88
5.1.3. Il caso Antonio Merloni Cylinders & Tanks S.r.l.: l'ammissione alla procedura	» 95
5.1.4. Un caso particolare di M&A	» 96
5.2. M&A <i>cross-border</i> e l'operazione in ambito <i>distressed</i>	» 103
5.2.1. Il Caso Comez Gestioni S.p.A.	» 103
5.3. Le operazioni di Merger Leveraged Buy Out nell'ambito del più ampio contesto dell'M&A	» 122
5.3.1. Definizione	» 122
5.3.2. Tipologie di <i>leverage</i> in caso di <i>restructuring</i>	» 127
5.3.3. Un caso di <i>family buy-out</i>	» 129

Parte terza
Strumenti a supporto dell'M&A

6. Processo e i documenti utili per l'M&A	pag. 137
6.1. Le principali fasi del processo di M&A	» 137
6.2. I presupposti per il corretto perfezionamento delle operazioni di M&A	» 141
6.3. La <i>due diligence</i> e il ruolo della Virtual data Room	» 143
6.3.1. La <i>due diligence</i>	» 143
6.3.2. La Virtual Data Room	» 178
7. Le piattaforme a supporto dell'M&A	» 182
7.1. Premessa	» 182
7.2. L'utilizzo di data base e portali nell'ambito dell'attività di <i>advisory</i> : il ruolo del professionista a supporto dell'imprenditore	» 182
7.3. Un esempio di piattaforma nazionale	» 184
Allegato 1 – I soci del club dei Commercialisti Esperti in Finanza & Mercati (C.E.F.&M.)	» 187
Allegato 2 – I soci di Gotha Advisory S.p.A.	» 189
Bibliografia	» 191
Sitografia	» 192

Prefazione

Piccolo non è più bello. È questo in estrema sintesi il nodo che blocca la crescita di un paese come l'Italia che non ha saputo del tutto adeguare il suo sistema imprenditoriale ai cambiamenti avvenuti sui mercati, sempre più aperti alla competizione su scala globale.

Se un tempo era sufficiente che un'impresa fosse leader nel mercato domestico per ottenere successo, la dimensione ottimale per competere da alcuni anni è sempre più Europea se non addirittura mondiale.

La dimensione quindi, intesa non tanto in senso assoluto ma come quota di mercato nella nicchia in cui l'azienda si trova ad operare, assume un significato sempre più strategico, in grado di decretare la crescita o il declino di un'impresa.

È evidente quindi come le operazioni di Mergers & Acquisitions diventino uno strumento di grande rilievo nelle prospettive strategiche aziendali: l'utilizzo di tali leve è però tutt'altro che banale e richiede competenze che spaziano dalla finanza alla gestione strategica, a quella organizzativa e motivazionale.

Altro elemento discriminante che spesso diventa un limite invalicabile è l'elemento familiare che caratterizza l'azionariato delle PMI Italiane: affrontare un processo di M&A implica spesso l'apertura del capitale a soggetti terzi come ad esempio i fondi di Private Equity, o addirittura la cessione del controllo.

Tutto questo fa sì che ci sia molto da fare in Italia per poter avviare un circolo virtuoso che porti ad un ammodernamento del sistema industriale, ad aggregazioni che consentano ad un numero di imprese di raggiungere una dimensione efficiente per divenire leader a livello mondiale nella propria nicchia di mercato.

Un ruolo importante per far sì che uno scenario del genere possa avverarsi viene dalla formazione di una nuova classe imprenditoriale, meno legata a logiche di controllo e più aperta ai mercati dei capitali.

È altresì importante la formazione di manager che siano in possesso delle competenze finanziarie, strategiche e organizzative necessarie per condurre un processo di aggregazione.

Dal lato del mercato dei capitali poi è evidente che il ruolo svolto da Private Equity e mercato azionario e obbligazionario è fondamentale per fornire i capitali alle imprese che si avviano a percorrere tale tipo di processo.

In pratica occorre dunque una maggior finanziarizzazione dell'economia, che vada però nella direzione di consentire alle famiglie di investire i propri capitali verso imprese virtuose in grado di canalizzare tali risorse verso la costruzione di gruppi industriali efficienti e innovativi.

Si tratta di una finanza nuova, molto distante dalla cultura dei titoli di stato che ha sempre caratterizzato l'Italiano medio e che tanto ha nuociuto ad un paese che è ricchissimo di risparmi ma povero di medie e grandi imprese.

In questo scenario un ruolo importante è giocato quindi dalla formazione e dalle boutique di consulenza finanziaria che possono aiutare imprenditori e manager ad orientarsi nel mare magnum del M&A.

Altrettanto importante è il ruolo delle società di gestione del risparmio in grado di selezionare le imprese a cui fornire capitale di debito o di rischio a seconda dei casi.

Le evidenze internazionali mostrano che tutto questo potrebbe condurre ad un circolo virtuoso in grado di generare imprese più grandi e redditizie, maggiore crescita economica e maggiori profitti per gli investitori.

Può sembrare un'utopia, ma le risorse finanziarie in verità non mancano se si considera che i risparmi delle famiglie Italiane, sono pari a circa 4 volte il PIL del Paese.

Probabilmente l'ostacolo maggiore affinché possa avviarsi tale processo è quello culturale, ovvero il concetto ancora molto diffuso che il controllo dell'azienda sia un valore a prescindere, che è strettamente collegato alla presenza nel top management di manager familiari.

Perché ciò possa avvenire c'è bisogno quindi di un cambio di paradigma che coinvolga famiglie, imprese e intermediari. C'è bisogno infatti di famiglie che sappiano svolgere il delicato ruolo di azionista e/o investitore; di intermediari finanziari innovativi che sappiano selezionare i progetti imprenditoriali; e di imprese che dispongono di risorse manageriali in grado di gestire il complesso processo di creazione di poli aggregativi.

Per questo è fondamentale il lavoro di sensibilizzazione che advisor, family office e investitori istituzionali possono svolgere per promuovere una cultura d'impresa nuova, una cultura che possa favorire processi di aggregazione di successo che siano in grado di innestare circoli virtuosi di crescita.

Alessandro Guzzini

Prefazione

Le imprese italiane attraversano un momento di profonda trasformazione. Dopo circa otto anni di crisi finanziaria ed economica che ha investito tutti i mercati e tutti i settori di attività, si cominciano ad intravedere i primi timidi segnali di ripresa.

L'emergere di fattori favorevoli alla crescita economica, quali la diminuzione del prezzo del petrolio, la ripresa del commercio mondiale attesa per il 2016, il deprezzamento del cambio euro-dollaro e una politica monetaria maggiormente espansiva, rappresentano un'opportunità e al tempo stesso una sfida per il sistema produttivo nazionale.

Infatti, al fine di poter cogliere le opportunità della ripresa economica in atto, le nostre imprese saranno chiamate a valorizzare i propri punti di forza e a superare talune delle debolezze strutturali che, da sempre, le caratterizzano. Piccola dimensione, bassa capitalizzazione, limitata propensione all'internazionalizzazione, ridotta propensione all'innovazione rappresentano, come noto, un forte limite allo sviluppo del nostro sistema produttivo.

Per le nostre imprese è giunta l'ora di crescere, di essere più coraggiose, di divenire più aggressive nei loro obiettivi di crescita e internazionalizzazione. I dati dimostrano che la piccola dimensione costituisce un limite allo sviluppo, internazionale, alla capacità di competere con investimenti in ricerca e innovazione.

Come approfondito in occasione delle precedenti esperienze curate dagli autori della presente pubblicazione, sono molteplici gli strumenti nati con l'obiettivo di sostenere la crescita delle imprese.

Il ricorso alla quotazione in Borsa, l'ingresso nel capitale di rischio delle imprese da parte di investitori istituzionali, quali i fondi di Private Equity, ovvero di Venture Capital (nel caso di realtà più piccole e all'inizio del loro

ciclo di vita), la partecipazione a campagne di *crowdfunding*, l'emissione di MiniBond e/o cambiali finanziarie, ma anche l'accesso alla finanza agevolata sono solo talune delle strade a disposizione delle PMI per crescere e divenire campioni nazionali, senza dimenticare lo sforzo di avvicinamento alle logiche dei mercati che si sta compiendo attraverso il programma Elite di Borsa Italiana.

La presente pubblicazione e la sua curatela, giunta ormai alla sua quarta esperienza, ha come obiettivo quello di presentare, con sguardo critico e costruttivo, l'opportunità di crescita delle PMI riveniente in particolare dalle operazioni Merger & Acquisition (M&A).

Le operazioni di M&A rivestono un ruolo di fondamentale importanza durante l'intero ciclo di vita delle imprese, in quanto consentono alle stesse un rafforzamento patrimoniale e dimensionale indispensabile per poter competere in mercati sempre più globali ed in continua rapida evoluzione.

A parere di chi scrive, le operazioni di M&A possono essere concepite anche come uno strumento complementare ad altre operazioni di finanza straordinaria, quale ad esempio la quotazione in Borsa. Il consolidamento patrimoniale e dimensionale favorito dalla quotazione in Borsa può, infatti, certamente creare quelle condizioni necessarie affinché le nostre imprese, più che trovarsi nella condizione di essere oggetto di acquisizione, possano avere le risorse e la solidità necessarie per essere protagoniste sul mercato delle fusioni e acquisizioni a livello internazionale.

A conferma di ciò, basti pensare che circa il 40% delle risorse raccolte in sede di Initial Public Offering sono destinate all'attività di crescita per linee esterne e il 70% delle imprese quotate effettua post-quotazione, circa quattro acquisizioni.

Inoltre, come dettagliatamente illustrato nel corso della presente trattazione e di quelle precedenti, nella convinzione che la crescita culturale delle imprese sia premessa imprescindibile per quella dimensionale, Borsa Italiana, in collaborazione con le più importanti istituzioni e organizzazioni italiane, nel 2012 ha introdotto, come accennavamo, il programma Elite.

Un programma che nasce con l'obiettivo di avvicinare con gradualità le PMI al mercato dei capitali, accompagnandole nel percorso di cambiamento culturale ed operativo, necessario per poter dialogare con la comunità finanziaria domestica e internazionale e accedere a risorse finanziarie per loro natura selettive.

In circa tre anni di percorso Elite, le società partecipanti hanno già utilizzato gli strumenti e le opportunità messi a disposizione del mercato: 15 progetti di IPO in corso di studio, 4 IPO realizzate sul mercato AIM Italia, 18 operazioni di Private Equity, 16 operazioni di emissione MiniBond (per

un ammontare sottoscritto pari a circa 330 milioni di Euro) 70 operazioni di M&A e JV, 30 società su cui SACE ha impegnato circa 225 milioni di Euro e 10 le società su cui SIMEST ha impegnato circa 30 milioni di Euro.

Nella convinzione che imprese e imprenditori siano il più importante motore dell'economia e rappresentino la principale forza propulsiva che produce crescita, innovazione e occupazione, ci auguriamo che la presente pubblicazione possa contribuire alla formazione e all'educazione di tutti quegli operatori che sono chiamati ad accompagnare le aziende nel loro percorso di crescita e sviluppo.

Barbara Lunghi