

Imprenditori e M&A, una “questione culturale” per la finanza italiana

[Dario Murri](#) 2 Febbraio 2024



Imprenditori e M&A. Storie di crescita. È il titolo stesso dell'incontro organizzato da **Dealflower**, in collaborazione con **Fineurop Soditic** e primo evento della stagione 2024, a condensare le tematiche al centro del talk moderato dal direttore **Laura Morelli**. Punto di partenza per una serie di considerazioni e approfondimenti è il libro *Imprenditori e M&A* di **Eugenio Morpurgo**, amministratore delegato e socio fondatore di **Fineurop Soditic** (investment bank del Gruppo Fineurop focalizzata su operazioni di fusione e acquisizione, acquisition financing e debt advisory), scritto per la **casa editrice Egea**.

L'imprenditore "immaginato"

Negli ultimi anni si è assistito a un notevole ampliamento e a una maggiore complessità della gamma di strumenti finanziari impiegati nelle operazioni straordinarie. **Le fusioni e acquisizioni hanno registrato un aumento significativo**, con investitori provenienti da diverse aree geografiche e una platea sempre più ampia e frammentata. Gli imprenditori si trovano ora di fronte a decisioni complesse, spesso risultando impreparati nel gestire la valorizzazione del proprio patrimonio aziendale durante una delle fasi cruciali della vita dell'impresa, cioè la sua cessione. Affrontare una fase così delicata richiede strategie adeguate. In questo contesto, **il libro di Morpurgo emerge come una risorsa preziosa** per coloro che conducono un'impresa in tempi così complessi, caratterizzati da una continua oscillazione tra globalizzazione e deglobalizzazione.

"Descrivo un po' come idealmente vorrei che l'imprenditore si comportasse, poi ci sono anche storie di vendita e reinvestimento", spiega **Morpurgo** a proposito del libro. "Il prossimo anno compirò 40 anni di attività e sentivo il bisogno di riordinare mentalmente quello che ho appreso in questi quarant'anni di mercato e attività di Mergers and Acquisitions. Un' 'arte' in cui non ci si può improvvisare. È importante capire che determinate categorie e strategie possono valere per alcuni imprenditori piuttosto che per altri, e che non sempre metodi come, ad esempio, l'asta competitiva, sono i più indicati. Bisogna, a mio avviso, comprendere quali siano le misure migliori per valorizzare la propria azienda, se quotarsi o meno, e ancora, i metodi di pagamento, se reinvestire o meno, come funzionano le federazioni di aziende. Oggi – prosegue Morpurgo – gli investitori sono tanti e si pongono con mezzi diversi. Il mondo è diventato più complesso. L'imprenditore dev'essere in grado di effettuare un'analisi sistematica delle strategie di investimento e valorizzazione della propria azienda".

Uno scenario, quello del settore M&A, che in quarant'anni ha vissuto importanti cambiamenti, per i quali l'autore non nasconde anche qualche timore. "La qualità degli investitori (USA, Germania, Far East, etc) – continua l'autore – è sicuramente un elemento importante. Anche il mercato del debito si è ampliato molto e abbiamo assistito all'affacciarsi del 'mondo' delle minoranze. **Oggi ci sono investitori di minoranza in grado di mettere 'sul piatto' anche 400 milioni per un'operazione.** Il mercato italiano vede un trend al consolidamento e oggi contiamo 1200 operazioni l'anno, in confronto alle 400 del passato. Mi preoccupa però la concentrazione delle operazioni solo in alcuni settori, mentre

se ne trascurano altri, a mio avviso ancora molto importanti, come la siderurgia. È importante che il flusso di M&A tenga conto anche di questi fattori. Certo, il deleverage crea valore, ma bisogna formare dei poli, delle piattaforme. Non tutte le aziende sono capaci di essere piattaforme. **In Italia ci sono 70 aziende che ogni due anni circa compiono delle acquisizioni**, ma abbiamo anche corporate di media grandezza. Assente o quasi, la Borsa: gli scambi sono ridotti a lumicino. La pattuglia delle imprese medie e medio grandi preferisce il Private Equity”.



Da sinistra Laura Morelli, Eugenio Morpurgo, Tullio Pirovano, Stefano Caselli, Daniele Ferrero e Giovanni Mocchi

Storie (differenti) di aziende che crescono

A raccontare alcune di queste storie di crescita, un panel prestigioso, composto da **Tullio Pirovano**, Executive chairman del **Gruppo Lutech**, **Giovanni Mocchi**, Vice presidente di **Zucchetti Group**, **Daniele Ferrero**, Founder & Ceo di **Venchi** e **Stefano Caselli**, Dean della **Sda Bocconi School of Management**.

“Siamo una delle aziende leader It di trasformazione digitale, con una serie di capabilities nel mercato – spiega **Tullio Pirovano** – quando sono entrato in Lutech nel 2013, abbiamo avviato un importante piano di trasformazione con una serie di acquisizioni. Nel 2017 il passaggio al private equity. La nostra è stata

una crescita organica, in linea con il mercato IT, una crescita sana, passando dagli oltre 80 milioni del bilancio del 2012 agli 840 milioni del prossimo. **Fra le ultime acquisizioni, la filiale italiana di Atos, 50 milioni di ricarico**, nell'ottica di un processo di integrazione. Quello di integrazione è un processo importante, lo avviamo subito, prima di un'operazione di M&A. Abbiamo costruito un modello organizzativo e di mercato, su cui basarci per cercare eccellenze in giro per il mondo. In questo siamo stati degli anticipatori, abbiamo acquisito una buona fama come piattaforma di integrazione. Si parte da un'analisi del target, cerchiamo aziende complementari che ci aiutino a crescere". **Imprescindibile il confronto con le nuove frontiere dell'Intelligenza Artificiale.** "Già nel 2015 abbiamo iniziato a collaborare con una start up californiana. Lo scorso anno abbiamo creato un sistema di Open Innovation, aggregando alcune start up specializzate in vari settori. Abbiamo in programma anche una serie di iniziative di formazione ed eventi, legati al digitale: fra poco parteciperemo al World Artificial Intelligence Cannes Festival".

"Ci impegniamo in una decina di acquisizioni all'anno da trent'anni – racconta **Giovanni Mocchi**, Vice presidente di Zucchetti Group – Il fondatore dell'azienda, Domenico Zucchetti era un commercialista e 45 anni fa, con le prime tecnologie informatiche, aveva ottimizzato il suo business. L'intuizione fu di vendere questo know how ai competitors. **La diversificazione del business è nata attraverso le acquisizioni**, o meglio aggregazioni, come le chiamiamo noi. Entriamo come maggioranza per consolidare, prima, e per accelerare le idee imprenditoriali degli altri, creando sinergie, poi. Oggi l'azienda fattura due miliardi circa l'anno, e reinvestiamo sempre tutto. La nostra logica è quella di crescere anche autofinanziandoci. Siamo degli aggregatori, piattaforme tecnologiche, stiamo crescendo bene. Non abbiamo bisogno di inserimenti esteri, se non per accelerare, ma bisogna capire quali possono essere gli interlocutori idonei".

Differente il percorso e la filosofia di Venchi, che non vede necessariamente le acquisizioni come base della propria espansione. "Nel 1998 l'azienda era di fatto una start up – sottolinea **Daniele Ferrero**, Founder & ceo di Venchi, nessun legame di parentela con gli omonimi imprenditori di Alba, come tiene scherzosamente a specificare – l'azienda cresce organicamente, e **nell'anno appena passato abbiamo raggiunto i 200 milioni di fatturato**. Come politica, abbiamo scelto una distribuzione selettiva. Per noi andare all'estero era una 'condizio sine qua non', bisognava quindi puntare su un formato consumatore, su negozi propri, cosa che in Italia non sono in tantissimi a fare. Noi acquisiamo per lo più location. Abbiamo preferito procedere con un deployment di

capitale. **Abbiamo 1700 filiali dirette, in America, Giappone, Hong Kong, Malesia, Cina, Australia, Francia, Inghilterra**, etc. In media, noi riusciamo a ripagarci i negozi in meno di un anno. Quindi ce la si fa anche senza M&A. Certo, quello che abbiamo fatto noi avrebbero potuto e dovuto farlo anche altri, perché nel mondo c'è una tale 'fame' di prodotto italiano, specie nel food, e non è sufficientemente soddisfatta". Quanto alle acquisizioni di altre aziende, "Ci abbiamo pensato – spiega Ferrero – ma acquisendo altri marchi rischi di 'distruggerli', come è accaduto ad altri".

"Secondo me, il vero tema su cui dobbiamo ragionare è quello della crescita, che si può fare in modo organico, anche attraverso acquisizioni. Non c'è un modello unico o perfetto". A dirlo è **Stefano Caselli**, Dean della SDA Bocconi School of Management, che prosegue: "Non bisogna rinnegare la crescita, e capire, allo stesso tempo, come utilizzare la finanza. La domanda che dobbiamo porci, come italiani, è se ci interessa (ancora) ragionare di crescita. Personalmente ritengo di sì: dobbiamo puntare sullo sviluppo dei talenti e sulla capacità di attrarre investimenti. **Le operazioni di M&A arriveranno a toccare anche le grandi business school e le università, così come si arriverà all'Ipo**, perché è uno degli strumenti per la crescita. Se prendete in esame qualsiasi data base del settore, noterete che le operazioni M&A su attività formative stanno aumentando. Bisogna diffondere una cultura e una narrativa della crescita. Abbiamo bisogno di trattare questi temi, altrimenti il Paese non crescerà, resterà fermo ad una dimensione di piccole e medie imprese che 'surfano' sul mercato, senza una crescita importante. Il libro di Morpurgo in questo senso offre una visione differente, perché racconta di crescita ed M&A in una chiave diversa, non dal punto di vista degli advisor, degli intermediari, ma con gli occhi dell'imprenditore".

Scenari futuri e questioni culturali

Ma quale scenario si profila da qui ai prossimi 10-15 anni? Cosa ci aspetta? Per **Daniele Ferrero** "Il tema dei talenti è molto più ampio di quanto ci si renda conto, in particolare da noi, e assolutamente da approfondire. Detto questo, tutti gli strumenti di cui abbiamo parlato sono corretti, ma secondo me il Private Equity non è la chiave per lo sviluppo. Noi non abbiamo un fondo, abbiamo un'imprenditorialità diffusa, da tre anni emettiamo azioni per i nostri imprenditori, che generano utili. La vera questione da porsi, a mio avviso è: **Cosa stai facendo per crescere? Se non stai facendo abbastanza, smetti di fare l'imprenditore**".

Al concetto di imprenditorialità diffusa, e di innovazione si ricollega anche **Giovanni Mocchi**. “Mi sono occupato per circa 10 anni di consulenza strategica, ma entrato in Zucchetti sottovalutavo la capacità di innovazione. Noi siamo cresciuti anche durante il periodo del Covid, sviluppando diverse soluzioni tecnologiche. Questa ‘resilienza’, questa capacità di prosperare anche in un clima di incertezza, è cresciuta proprio durante quel periodo così difficile. Ma **serve anche una capacità di imprenditorialità diffusa**, portare aziende che non vogliono vendere ad entrare in un progetto che andrà a valorizzarle. In Zucchetti abbiamo portato fior di imprenditori, chiedendo loro se ambissero a mantenere il 100% di una cosa piccola o ottenere il 49% di qualcosa di molto più grande. Poi, secondo me, sarà anche importante capire come faremo a portare avanti questo modello”.

“Spesso quando si parla di grande impresa si viene additati come ‘nemici’ delle piccole aziende, ma non è vero – dice ancora **Caselli**, che aggiunge – dobbiamo strutturare di più e meglio le piccole imprese, ma abbiamo bisogno anche di ‘navi porta container’, in grado di compiere grandi operazioni di mercato. Serve, ribadisco, una narrativa sulla crescita, affiancata da una normativa fiscale che sostenga le imprese piccole e medie, consentendo loro di diventare più grandi. **La finanza, anche se tendiamo a dimenticarcelo, è comunque centrale**: nel nostro Paese si tende ancora a considerarla come una sorta di ‘peccato originale’, un qualcosa separato dal resto, e ciò non aiuta, perché il sistema finanziario permette all’economia di svilupparsi. Il fatto che alcune aziende riescano a autofinanziarsi non è di per sé negativo, ma anche il sistema finanza e quello delle banche, così come la Borsa, o il Private Equity, non devono di per sé essere visti in modo ostile. Spesso non ci rendiamo conto che in Italia non c’è più un’industria di asset management. I portafogli delle grandi famiglie italiane finanziano grandi imprese, ma all’estero. Questo è un punto su cui riflettere”.

Altro elemento fondamentale, per **Tullio Pirovano**, l’affinità di valori: “Magari trovi un’azienda ottimale sul piano delle capabilities, ma non c’è sintonia a livello di valori, come ad esempio la trasparenza. Le operazioni di acquisizione sono sempre operazioni di vendita, ma **l’idea di Lutech è che le aziende che vengono acquisite, entrino a far parte di un gruppo**. Vogliamo che la società che vende, compresi i suoi manager, si integrino. Mi ritengo fortunato per aver avuto la possibilità di gestire questo tipo di processo, per le persone incontrate, le comunità. Fondamentale, poi, anche il fattore dimensione, perché crescendo si può accedere a gare con valori d’asta prima impensabili, si innesca un circolo virtuoso, senza tralasciare il tema dei talent. Noi constatiamo di continuo, e ne

siamo contenti, che riusciamo a 'portare a bordo' persone estremamente valide, e a dare loro prospettive di crescita. E, a proposito di crescita, la nostra quarta fase sarà anche rivolta all'estero".

Forse, al termine di questo confronto, la domanda porsi è: **esiste in Italia una questione culturale, per quanto riguarda l'M&A?** "È molto importante che le piccole aziende si diano da fare per crescere – risponde in conclusione **Morpurgo**, che aggiunge – assistiamo a un cambiamento generazionale, con un frazionamento di quote societarie, che portano instabilità. In questi casi, l'ingresso di un socio di minoranza potrebbe contribuire a portare un po' di 'disciplina'. Avere un socio attivo, anche di minoranza, può essere importante, non basta 'aggiornare' la governance. E credo che la finanza possa portare un contributo di trasparenza ed espansione. In Italia le acquisizioni al 100% sono poche: si tende più a mettere insieme le aziende, come in una joint venture. Servono risorse, è vero, ma non basta, **quello che serve è una presa di coscienza**, in modo che il nostro 'stock' di aziende di eccellenza non vada ad esaurirsi. È anche vero che i fondi le rimettono in circolazione, però è un modo diverso di creare valore".